ANGELA ROMAN

Politici monetare

III 300.141

Editura Universității „Alexandru Ioan Cuza" Iași

BIBL: CENTR. UNIV.
M. EMINESCU" IAŞI
III 300.141

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Angela ROMAN (născută în 1968), absolventă a Facultăţii de Ştiinţe Economice din cadrul Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, secţia Finanţe – Contabilitate, este în prezent conferenţiar doctor la Departamentul de Administrarea Afacerilor, Colectivul de Monedă, din cadrul aceleiaşi facultăţi. Activităţi didactice la disciplinele: Monedă şi credit; Politici monetare; Relaţii valutar-financiare internaţionale; Economie monetară internaţională. Stagii de documentare: J.U.T. Sceaux – Paris – 1992, Universitatea Baleare, Palma de Mallorca – 1992, Universitatea Dauphene – Paris – 2002. Este membru în Centrul de Cercetare în Finanţe, acreditat de CNCSIS, din anul 2002.

Referenţi ştiinţifici:

Prof. univ. dr. Vasile Cocriş, Universitatea „Al. I. Cuza" Iaşi
Prof. univ. dr. Ovidiu Stoica, Universitatea „Al. I. Cuza" Iaşi

Redactor: Oana Bilan
Tehnoredactor: Marius C. Apostoaie
Coperta: Manuela Oboroceanu

ISBN: 978-973-703-500-4

Toate drepturile rezervate autorului.
Este interzisă reproducerea totală sau parţială a acestei cărţi, prin orice procedeu electronic sau mecanic, fără permisiunea scrisă a autorului.

© Colecţia FIBAS, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", 2009

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

ANGELA ROMAN

S.
549 370

Politici monetare

ALE
457465
B.C.U. IASI

Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza”
Iaşi – 2009

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Colecţia FIBAS *este o iniţiativă comună a Şcolii Academice de Studii Postuniversitare „Finanţe-Bănci-Asigurări" şi a Editurii Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, lansată în anul 2005. Obiectivul major al acestei colecţii este de a contribui la formarea noului tip de profesionist în domeniul financiar-bancar şi respectiv în domeniul administraţiei publice, care să dispună de cunoştinţe şi capacităţi sporite în sfera ştiinţelor economice şi administrative.*

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României

ROMAN, ANGELA
Politici monetare / Angela Roman. – Iaşi : Editura Universităţii „Al. I. Cuza", 2009
Bibliogr.
ISBN: 978-973-703-500-4

336.74

RCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Carte publicată prin ***proiect de cercetare Jean Monnett, cod C/2007-1551/001-001 JEA-JECHA „European Banking and financial Integration in the EU-27"*** *aprobat de Comisia Europeană pentru exerciţiul 2007-2010.*

19 IAN 2010

CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE 15
FOREWORD [EN] 17
AVANT-PROPOS [FR] 19

CAPITOLUL 1
TEORIILE MONETARE – FUNDAMENT TEORETIC AL POLITICILOR MONETARE 23
1.1. Teoria cantitativă clasică a banilor 24
1.2. Teoria keynesistă şi concepţia monedei – instrument activ de influenţare a economiei 29
1.3. Teoria monetaristă. Monetarismul neoliberal 34
1.4. Analiza comparativă a concepţiei monetariste şi keynesiste 39
1.5. Mecanisme de transmisie monetară în concepţia keynesistă şi monetaristă 40

CAPITOLUL 2
POLITICA ECONOMICĂ ŞI OBIECTIVELE SALE GENERALE 49
2.1. Politica economică: concept, obiective, componente 50
2.2. Divergenţe între obiectivele principale ale politicii economice 55
2.3. Coordonarea politicii monetare cu politica fiscal-bugetară 58

CAPITOLUL 3
CONŢINUTUL POLITICII MONETARE ŞI IMPLICAŢII ALE GLOBALIZĂRII FINANCIARE 73
3.1. Politica monetară – componentă principală a politicii economice 74
3.2. Strategii de politică monetară pentru asigurarea stabilităţii preţurilor 80
3.3. Obiectivele intermediare (specifice) şi operaţionale ale politicii monetare 95
3.4. Eficienţa politicii monetare în contextul globalizării financiare 101
3.5. Independenţa băncilor centrale – factor determinant al credibilităţii şi eficienţei politicii monetare 106
3.5.1. Conceptul de independenţă a băncilor centrale şi afirmarea acestuia 106
3.5.2. Componentele independenţei băncii centrale şi modele de măsurare 110
3.6. Responsabilitate, transparenţă şi comunicare în politica monetară 116

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 4
IMPACTUL POLITICII MONETARE ASUPRA ECONOMIEI REALE 123

4.1. Mecanismul de transmitere a politicii monetare şi caracteristicile sale 124
4.2. Factori de influenţă asupra mecanismului de transmisie a impulsurilor monetare 141

CAPITOLUL 5
INSTRUMENTE DE POLITICĂ MONETARĂ 145

5.1. Instrumente de intervenţie indirectă 146
5.1.1. Refinanţarea bancară 148
5.1.2. Politica de open-market 153
5.1.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii 158
5.2. Instrumente de intervenţie directă 166
5.2.1. Încadrarea (plafonarea) creditului 166
5.2.2. Politica selectivă a creditelor 167
5.3. Instrumente de intervenţie asupra cursului de schimb 169

CAPITOLUL 6
POLITICA MONETARĂ ÎN CADRUL UNIUNII ECONOMICE ŞI MONETARE 179

6.1. Crearea Uniunii Economice şi Monetare. Scurt istoric 180
6.2. Cadrul instituţional al politicii monetare unice 184
6.3. Obiectivele şi atribuţiile Eurosistemului 200
6.4. Strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene 204
6.4.1 Stabilitatea preţurilor – obiectiv fundamental al politicii monetare unice 204
6.4.2. Caracterizarea strategiei de politică monetară a Băncii Centrale Europene 206
6.5. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a Băncii Centrale Europene 209
6.6. Cadrul operaţional al politicii monetare unice 213
6.6.1 Principii fundamentale 213
6.6.2. Instrumentele de politică monetară ale Eurosistemului 214
6.6.3. Activele – garanţie utilizate în cadrul operaţiunilor de politică monetară ale Eurosistemului 233

CAPITOLUL 7
POLITICA MONETARĂ PROMOVATĂ DE BANCA NAŢIONALĂ A ROMÂNIEI ŞI INSTRUMENTELE SALE 239

7.1. Strategia de politică monetară a Băncii Naţionale a României. Aprecieri privind procesul de convergenţă nominală şi reală în România 240

BCU BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

7.2. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a Băncii Naţionale a României 249
7.2.1. Particularităţi ale mecanismului de transmisie monetară în România 249
7.2.2. Funcţionarea mecanismului de transmitere a politicii monetare a Băncii Naţionale a României 255
7.3. Cadrul operaţional al politicii monetare a Băncii Naţionale a României 260
7.3.1. Mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale 260
7.3.2. Operaţiunile de piaţă monetară (open-market) ale Băncii Naţionale a României 268
7.3.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii 275

ANEXA 1
MODIFICĂRI ALE CADRULUI OPERAŢIONAL AL POLITICII MONETARE UNICE ŞI DECIZII DE POLITICĂ MONETARĂ, ÎN PERIOADA 22 DECEMBRIE 1998 - 3 SEPTEMBRIE 2009 284

ANEXA 2
EVOLUŢIA PRICIPALELOR CARACTERISTICI ALE CADRULUI OPERAŢIONAL AL POLITICII MONETARE A BNR, ÎN PERIOADA DE DUPĂ 2000 298

BIBLIOGRAFIE 300

FIBAS SERIES® 309

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

LIST OF CONTENTS

CUVÂNT ÎNAINTE 15

FOREWORD [EN] 17

AVANT-PROPOS [FR] 19

CHAPTER 1
THE MONETARY THEORIES – THEORETICAL BASIS OF THE MONETARY POLICIES 23

1.1. The Classical Quantitative Theory of Money 24
1.2. The Keynesian Theory and the Conception of the Currency – Activ Tool for Influencing the Economy 29
1.3. The Monetarist Theory. The Neoliberal Monetarism 34
1.4. Comparative Analysis of the Monetarist and Keynesian Conception 39
1.5. Mechanisms of Monetary Transmission in the Monetarist and Keynesian Conception 40

CHAPTER 2
THE ECONOMIC POLICY AND ITS GENERAL OBJECTIVES 49

2.1. The Economic Policy: Concept, Objectives, Components 50
2.2. Divergences between the Main Objectives of the Economic Policy 55
2.3. The Coordination of the Monetary and Fiscal Budgetary Policy 58

CHAPTER 3
THE CONTENTS OF THE MONETARY POLICY AND IMPLICATIONS OF THE FINANCIAL GLOBALIZATION 73

3.1. The Monetary Policy – Main Component of the Economic Policy 74
3.2. Strategies of Monetary Policy to Ensure Price Stability 80
3.3. The Intermediary (Specific) and Operational Objectives of the Monetary Policy 95
3.4. The Efficiency of the monetary policy in the context of financial globalization 101
3.5. The Independence of Central Banks – Determining Factor of the Reliability and Efficiency of the Monetary Policy 106
3.5.1. The Concept of Independence of Central Banks and its Assertion 106
3.5.2. The Components of the Independence of the Central Bank and assessment models 110
3.6. Responsibility, Transparency and Communication in the Monetary Policy 116

BCU "CAROL I" UNIVERSITY LIBRARY

CHAPTER 4
THE IMPACT OF THE MONETARY POLICY ON THE REAL ECONOMY 123

4.1. The Mechanism of Transmission of the Monetary Policy and Its Characteristics 124
4.2. Factors that Influence on the Mechanism of Transmitting Monetary Impulses 141

CHAPTER 5
INSTRUMENTS OF THE MONETARY POLICY 145

5.1. Instruments of Indirect Intervention 146
5.1.1. The Bank Refinancing 148
5.1.2. The Policy of Open-market 153
5.1.3. The Policy of Minimal Compulsory Bank Reserves 158
5.2. Instruments of Direct Intervention 166
5.2.1. The Credit Ceiling 166
5.2.2. The Credit Selective Policy 167
5.3. Instruments of Intervention on the Rate of Exchange 169

CHAPTER 6
THE MONETARY POLICY WITHIN THE EUROPEAN AND MONETARY UNION . 179

6.1. The Creation of the Economic and Monetary Union. Short History 180
6.2. Institutional Framework of the Single Monetary Policy 184
6.3. The Objectives and Assignments of the Eurosystem 200
6.4. The Monetary Policy Strategy of the European Central Bank 204
6.4.1 The Stability of Prices – Fundamental Objective of the Single Monetary Policy 204
6.4.2. The Characterization of the European Central Bank's Monetary Policy Strategy 206
6.5. The Transmission Mechanism of the European Central Bank's Monetary Policy 209
6.6. The Operational Framework of the Single Monetary Policy 213
6.6.1. Fundamental Principles 213
6.6.2. The Instruments of the Eurosystem's Monetary Policy 214
6.6.3. The Guaranty Assets Used in the Monetary Policy Operations of the Eurosystem 233

CHAPTER 7
THE MONETARY POLICY PROMOTED BY THE NATIONAL BANK OF ROMANIA AND ITS TOOLS 239

7.1. The Strategy of Monetary Policy of the National Bank of Romania. Appreciations on the Process of Nominal and Real Convergence in Romania 240

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

OVIDIUS UNIVERSITY LIBRARY

7.2. The Monetary Policy Transmission Mechanism of the National Bank of Romania 249
7.2.1. Particularities of the Mechanism of Monetary Transmission in Romania 249
7.2.2. The Operation of the Monetary Policy Transmission Mechanism of the National Bank of Romania 255
7.3. The Operational Framework of the Monetary Policy of the National Bank of Romania 260
7.3.1. The Commercial Bank Refunding Mechanism 260
7.3.2. The Open Market Operations of the National Bank of Romania .. 268
7.3.3. The Policy of Minimal Compulsory Bank Reserves 275

ANNEX 1
AMENDMENTS OF THE OPERATIONAL FRAMEWORK OF THE SINGLE MONETARY POLICY AND MONETARY POLICY DECISIONS FROM 22 DECEMBER 1998 - 3 SEPTEMBER 2009 284

ANNEX 2
THE EVOLUTION OF THE MAIN CHARACTERISTICS OF THE OPERATIONAL FRAMEWORK OF NBR'S MONETARY POLICY AFTER 2000 298

REFERENCES 300

FIBAS SERIES® 309

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

TABLE DES MATIERES

CUVÂNT ÎNAINTE 15

FOREWORD [EN] 17

AVANT-PROPOS [FR] 19

CHAPITRE 1
LES THEORIES MONÉTAIRES – BASES THÉORIQUES DES POLITIQUES MONÉTAIRES 23

1.1. La théorie quantitative classique de la monnaie 24
1.2. La théorie keynésienne et la conception sur la monnaie – instrument actif d'influencer l'économie 29
1.3. La théorie monétariste. Le monétarisme néolibéral 34
1.4. Analyse comparative de la conception monetariste et keynésienne 39
1.5. Mécanismes de transmission monétaire dans la conception keynésienne et monétariste 40

CHAPITRE 2
LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET SES OBJECTIFS GÉNÉRAUX 49

2.1. La politique économique: concept, objectifs, composants 50
2.2. Divérgences entre les objectifs principaux de la politique économique 55
2.3. La coordination de la politique monétaire et de la politique fiscale et budgétaire 58

CHAPITRE 3
LE CONTENU DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET IMPLICATIONS DE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE 73

3.1. La politique monétaire – composante principale de la politique économique 74
3.2. Stratégies de politique monétaire pour assurer la stabilité des prix 80
3.3. Les objectifs intermédiaires (spécifiques) et operationnelles de la politique monétaire 95
3.4. L'efficience de la politique monétaire dans le contexte de la globalisation financière 101
3.5. L'indépendance des banques centrales – facteur déterminant de la crédibilité et de l'efficience de la politique monétaire 106
3.5.1. Le concept d'indépendance des banques centrales et son affirmation 106
3.5.2. Les composantes de l'indépendance de la banque centrale et modèles de mesure 110

BABEŞ-BOLYAI UNIVERSITY LIBRARY

3.6. Responsabilité, transparence et communication dans la politique monétaire 116

CHAPITRE 4
RESPONSABILITÉ, TRANSPARENCE ET COMMUNICATION DANS LA POLITIQUE MONÉTAIRE 123

4.1. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire et ses caractéristiques 124
4.2. Facteurs d'influence sur le mécanisme de transmission des impulsions monétaires 141

CHAPITRE 5
INSTRUMENTS DE POLITIQUE MONÉTAIRE 145

5.1. Instruments d'intervention indirecte 146
5.1.1. Refinancement bancaire 148
5.1.2. La politique d'open-market 153
5.1.3. La politique des réserves bancaires obligatoires 158
5.2. Instruments d'intervention directe 166
5.2.1. L'encadrement (le plafond) du crédit 166
5.2.2. La politique séléctive des crédits 167
5.3. Instruments d'intervention sur le taux d'échange 169

CHAPITRE 6
LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LE CADRE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE 179

6.1. La création de l'Union Économique et Monétaire. Sommaire histoire. 180
6.2. Le cadre institionnel de la politique monétaire unique 184
6.3. Les objectifs et attributions de l'Eurosystème 200
6.4. La stratégie de politique monétaire de la Banque Centrale Européenne 204
6.4.1 La stabilité des prix – objectif fondamental de la politique monétaire unique 204
6.4.2. La caractérisation de la stratégie de politique monétaire de la Banque Centrale Européenne 206
6.5. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne 209
6.6. Le cadre opérationnel de la politique monétaire unique 213
6.6.1. Principes fondamentaux 213
6.6.2. Instrumentx de politique monétaire de l'Eurosystème 214
6.6.3. Les actifs – garantie utilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème 233

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CHAPITRE 7
LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE NAȚIONALE DE ROUMANIE ET SES INSTRUMENTS 239

7.1. La stratégie de politique monétaire de la Banque Nationale de Roumanie. Appréciations concérnant le processus de convérgence nominale et réele en Roumanie 240
7.2. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la Banque Nationale de Roumanie 249
7.2.1. Les particularités du mécanisme de transmission monétaire en Roumanie 249
7.2.2. Le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire de la Banque Nationale de Roumanie 255
7.3. Le cadre opérationnel de la politique monétaire de la Banque Nationale de Roumanie 260
7.3.1. Le mécanisme de refinancement des banques comerciales 260
7.3.2. Les opération de marché monétaire (open-market) de la Banque Nationale de Roumanie 268
7.3.3. La politique des réserves bancaires obligatoires 275

ANNEXE 1
LES MODIFICATIONS DU CADRE OPERATIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE ET DECISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, DANS LA PÉRIODE 2 DÉCEMBRE 1998 - 3 SEPTEMBRE 2009 284

ANNEXE 2
L'EVOLUȚION DES CARACTERISTIQUES PRICIPALES DU CADRE OPERAȚIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE BNR, DANS LA PÉRIODE D'APRÈS 2000 ... 298

BIBLIOGRAPHIE 300

FIBAS SERIES® 309

BCU IAȘI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CUVÂNT ÎNAINTE

Lucrarea de faţă – ***Politici monetare*** – se doreşte a fi o continuare a cursului de Monedă şi credit şi se adresează, în primul rând, masteranzilor de la specializările „Bănci şi Pieţe financiare" şi „Finanţe – Asigurări", în scopul dezvoltării şi aprofundării cunoştinţelor asimilate, în prealabil, la disciplina menţionată.

Legătura dintre mecanismele monetare şi de credit, pe de o parte, şi politicile monetare, pe de altă parte, este pusă în evidenţă şi prin denumirea şi conţinutul lucrărilor care investighează domeniul vast şi complex al monedei, creditului, băncilor şi al politicilor monetare. De pildă, dacă facem referiri la literatura de specialitate din ţara noastră, ilustrul profesor universitar doctor Silviu Cerna, de la Universitatea de Vest din Timişoara, intitulează una din lucrările sale fundamentale – *Sistemul monetar şi politica monetară*. De asemenea, prestigioşii profesori universitari, Cezar Basno, Nicolae Dardac, Constantin Floricel, de la ASE Bucureşti, în cartea *Monedă, Credit, Bănci* analizează, după prezentarea în prealabil a mecanismelor monetare, de credit şi bancare, problemele fundamentale ce privesc politicile monetare. O altă lucrare de referinţă pentru domeniul financiar-bancar este cartea elaborată de reputaţii profesori universitari, Nicolae Dardac şi Teodora Barbu, care îi atribuie denumirea de *Monedă, Bănci şi Politici monetare*.

Regretatul profesor universitar doctor Vasile Turliuc, de la Universitatea „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, în cartea domniei sale – ***Politici monetare*** – sublinia necesitatea indispensabilă a cunoaşterii mecanismelor monetare şi de credit pentru a elabora politica în domeniu.

Credem că exemplele prezentate mai sus sunt suficiente pentru a argumenta plasarea cursului de *Politici monetare* după derularea, în prealabil, a celui de *Monedă şi credit*.

Pornind de la premisa că teoriile monetare furnizează fundamentele conceptuale ale politicii monetare, capitolul I al lucrării prezintă caracteristicile teoriilor monetare fundamentale conturate în decursul timpului.

În calitate de componentă de bază a politicii economice, politica monetară îşi aduce o contribuţie semnificativă la atingerea obiectivelor acesteia. Din această perspectivă, am considerat utilă prezentarea succintă, în capitolul II, a principalelor obiective ale politicii economice, a compatibilităţilor manifestate între acestea şi, în special, a raporturilor de divergenţă.

Politica monetară are ca misiune principală reglarea, prin instrumente specifice, a lichidităţii economiei în scopul atingerii obiectivelor sale finale, care coincid cu cele ale politicii economice. Astfel, capitolul III al lucrării abordează aspecte ce privesc strategiile de politică monetară utilizate de autorităţile monetare pentru atingerea obiectivelor finale, ţintele intermediare şi operaţionale ale politicii monetare, care-i permit acesteia să atingă obiectivele finale urmărite.

În contextul procesului de liberalizare şi de inovaţii financiare, manifestat începând cu anii '80, eficienţa politicii monetare se apreciază, potrivit literaturii de specialitate şi practicii economice, prin prisma credibilităţii sale, care depinde de gradul de independenţă a băncilor centrale, de asigurarea transparenţei şi a comunicării politicii monetare. Astfel, capitolul III şi-a propus să evidenţieze şi asemenea aspecte.

Impactul politicii monetară asupra economiei reale şi modul în care autorităţile monetare îşi aduc contribuţia la atingerea obiectivului fundamental al politicii monetare sunt reflectate de mecanismul de transmisie monetară, prezentat în capitolul IV.

Pentru atingerea obiectivului fundamental al politicii monetare, băncile centrale au la dispoziţie mijloace specifice, care au cunoscut transformări semnificative, determinate de mutaţiile înregistrate de sistemele financiare ale statelor dezvoltate şi de sistemul financiar internaţional. Caracteristicile instrumentelor politicii monetare sunt prezentate în capitolul V.

Un eveniment de excepţie în planul istoriei monetare este reprezentat de crearea monedei unice, EURO, care presupune, implicit, o autoritate monetară unică şi o politică monetară unică. În acest context, capitolul VI al lucrării evidenţiază aspecte ce privesc cadrul instituţional al politicii monetare unice, obiectivele şi strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene, instrumentele politicii monetare unice.

Lucrarea se încheie cu prezentarea particularităţilor politicii monetare a Băncii Naţionale a României.

Deşi este un concept relativ nou, politica monetară a cunoscut şi cunoaşte transformări semnificative, marcate de procesul de globalizare financiară. Astfel, pe parcursul lucrării s-a încercat şi evidenţierea mutaţiilor produse în planul obiectivelor urmărite, a instrumentelor utilizate şi a căilor de transmisie spre economia reală.

Crizele financiare internaţionale manifestate în ultimii ani, inclusiv actuala criză economică globală, evidenţiază rolul semnificativ al politicii monetare în corectarea dezechilibrelor macroeconomice şi, totodată, ridică noi probleme în materie de politici monetare.

Lucrarea de faţă a fost concepută ca suport de curs şi, astfel, s-a limitat la prezentarea sintetică a problemelor fundamentale ale politicilor monetare.

Conştientă de necesitatea unor revizuiri, în viitor, ale problemelor expuse, dar şi de importanţa abordării de noi aspecte ce privesc politicile monetare, eventualele observaţii şi sugestii sunt binevenite. Totodată, sunt recunoscătoare celor care m-au sprijinit în apariţia acestei lucrări.

Autoarea

FOREWORD

This paper – ***Monetary Policies*** – is designed as a continuation of the Currency and Credit lecture and primarily addresses the MA students with the "Banks and Financial Markets" and "Finance – Insurances" specialties, for the purposes of developing and expanding the knowledge that was previously assimilated with regard to the mentioned discipline.

The connection between monetary and credit mechanisms, on one hand, and monetary policies, on the other, is also highlighted by the name and the contents of the works which investigate the vast and complex field of currency, credit, banks and monetary policies. For example, if we refer to the specialized literature in our country, the illustrious Ph.D. Professor Silviu Cerna, from the West University in Timişoara, gives to one of his fundamental papers the title – *The Monetary System and Monetary Policy*. Moreover, the prestigious professors Cezar Basno, Nicolae Dardac, Constantin Floricel, from ASE Bucharest, analyze in their book entitled *Currency, Credit, Banks*, after having presented the monetary, credit and banking mechanisms, the fundamental problems concerning the monetary policies. Another work of reference for the finance and banking field is the book elaborated by the renowned professors Nicolae Dardac and Teodora Barbu, entitled *Currency, Banks and Monetary Policies*.

The late Ph.D. Professor Vasile Turliuc, from the "Alexandru Ioan Cuza" University of Iaşi, underlined in his book – ***Monetary Policies*** – the imperative need of becoming familiar with the monetary and credit mechanisms in order to elaborate the policy in the field.

We consider that the examples above sufficiently illustrate the idea of placing the *Monetary Policies* lecture after the one consecrated to *Currency and Credit*.

Starting from the premise that monetary theories provide the conceptual fundaments of monetary policy, chapter I of this paper presents the characteristics of the fundamental monetary theories which appeared throughout time.

As an essential component of the economic policy, the monetary policy brings a significant contribution to the achievement of the objectives of the former. From this perspective, we considered it would be useful to briefly present, in chapter II, the primary objectives of the economic policy, of the manifested compatibilities and especially, of the divergent relations.

Monetary policy primarily aims at regulating, via specific tools, economic liquidity, for the purposes of achieving its final objectives, which coincide with those of the economic policy. Thus, chapter III approaches aspects related to the monetary policy strategies used by the monetary authorities for the fulfillment of the final objectives, the intermediate and operational targets of the monetary policy, enabling it to achieve the proposed final objectives.

In the context of liberalization and financial innovations, which manifested starting with the 1980s, the efficiency of the monetary policy is appreciated, according to specialized literature and economic practice, through its credibility, which depends on the degree of independence of the central banks, on the transparency and the communication of monetary policies. Thus, chapter III aimed at focusing on these aspects.

The impact of the monetary policy on the real economy and the way in which the monetary authorities bring their contribution to the achievement of the fundamental objective of the monetary policy are reflected by the monetary transmission mechanism, presented in chapter IV.

In order to reach the fundamental objective of the monetary policy, the central banks benefit from specific means, which underwent significant transformations, determined by the mutations registered by the financial systems of the developed states and of the international financial system. The characteristics of the monetary policy instruments are presented in chapter V.

An exceptional event in the plan of monetary history is that of the creation of the single currency, EURO, which implicitly involves a single monetary authority and a single monetary policy. In this context, chapter VI of the paper highlights a series of aspects concerning the institutional framework of the single monetary policy, the monetary policy objectives and strategy of the European Central Bank, the instruments of the single monetary policy.

The paper ends with the presentation of the particularities of the monetary policy promoted by the National Bank of Romania.

Although the concept of monetary policy is relatively new, it has undergone significant transformations, marked by financial globalization. Thus, throughout this work, I also tried to identify the mutations produced with regard to the proposed objectives, the employed instruments and the ways of transmission towards the real economy.

The international financial crises in the last years, inclusively the current global economic crisis, emphasize the significant role of the monetary policy in rectifying macroeconomic imbalances and pose, at the same time, new problems related to monetary policies.

This paper was designed as a teaching aid for the lecture and, thus, it was limited to the synthetic presentation of the fundamental problems of monetary policies.

Aware of the need for future revisions of the exposed problems, as well as of the importance of approaching new aspects related to monetary policies, I welcome eventual remarks and suggestions. At the same time, I wish to express my gratitude towards the persons who supported me for the publishing of this work.

The author

AVANT-PROPOS

Cet ouvrage – appelé ***Politiques monétaires*** – est censé continuer le cours de Monnaie et crédit et s'adresse surtout aux étudiants en mastère aux spécialités « Banques et marchés financiers » et « Finances – Assurances », ayant comme but le développement et l'approfondissement du savoir assimilé auparavant au cours mentionné ci-dessus.

Le rapport entre les mécanismes monétaires et ceux de crédit, d'une part, et les politiques monétaires, d'autre part, est également souligné par le nom et le contenu des ouvrages qui analysent le domaine vaste et complexe de la monnaie, du crédit, des banques et des politiques monétaires. Si on évoque, par exemple, la littérature de spécialité de notre pays, le fameux professeur universitaire docteur Silviu Cerna, de l'Université de Ouest de Timişoara, intitule un de ses ouvrages fondamentaux – « Le système monétaire et la politique monétaire ». Également, les prestigieux professeurs universitaires, Cezar Basno, Nicolae Dardac et Constantin Floricel, de l'Académie d'Études Économiques de Bucarest, dans leur livre « Monnaie, Crédit, Banques » analysent, après une présentation préalable des mécanismes monétaires, de crédit et bancaires, les problèmes fondamentaux des politiques monétaires. Un autre ouvrage de référence dans le domaine financier-bancaire est le livre écrit par les réputés professeurs universitaires Nicolae Dardac et Teodora Barbu, qui l'intitule « Monnaie, banques et politiques monétaires ».

Le défunt professeur universitaire docteur Vasile Turliuc, de l'Université « Alexandru Ioan Cuza » de Iaşi, dans son livre – *Politiques monétaires* – soulignait la nécessité indispensable de connaître les mécanismes monétaires et de crédit afin d'élaborer des politiques dans ce domaine.

À notre avis, les exemples présentés sont suffisants pour argumenter l'enseignement du cours des Politiques monétaires chronologiquement après celui de *Monnaie et crédit*.

Si on part de la prémisse que les théories monétaires fournissent les fondements conceptuels de la politique monétaire, le 1er chapitre de l'ouvrage présente les caractéristiques des théories monétaires fondamentales définies au cours des décennies.

En tant que composante de base de la politique économique, la politique monétaire a une contribution significative à l'atteinte des objectifs de cette dernière. De ce point de vue, nous avons considéré utile une présentation succincte, dans le 2ème chapitre, des principaux objectifs de la politique économique, des compatibilités manifestées entre celles-ci et surtout des rapports de divergence.

La politique monétaire a comme mission principale de régler, par l'intermédiaire d'instruments spécifiques, la liquidité de l'économie afin d'atteindre ses objectifs finaux, qui coïncident avec ceux de la politique économique. Ainsi, le 3ème chapitre de l'ouvrage aborde des aspects liés aux stratégies de politique monétaire utilisées par les autorités monétaires afin d'atteindre les objectifs finaux, les cibles intermédiaires et opérationnelles de la politique monétaire, qui lui permettent d'atteindre les objectifs finaux désirés.

Étant donné le contexte du processus de libéralisation et innovations financières, survenu à partir des années 1980, l'efficacité de la politique monétaire s'apprécie, selon la littérature de spécialité et les pratiques économiques, par l'intermédiaire de sa crédibilité, qui dépend du degré d'indépendance des banques centrales, de l'assurance de la transparence et de la communication de la politique monétaire. Ainsi, le 3ème chapitre est censé souligner aussi de tels problèmes.

L'impacte de la politique monétaire sur l'économie réelle et la manière dont les autorités monétaires contribuent à l'atteinte de l'objectif fondamental de la politique monétaire sont reflétés par le mécanisme de transmission monétaire, décrit dans le 4ème chapitre.

Afin d'atteindre l'objectif fondamental de la politique monétaire, les banques centrales disposent de moyens spécifiques, qui ont souffert des transformations significatives, déterminées par les mutations enregistrées par les systèmes financiers des états développés et par le système financier international. Le 5ème chapitre présente les caractéristiques des instruments de la politique monétaire.

Un événement exceptionnel au cours de l'histoire monétaire est la création de la monnaie unique, l'EURO, qui signifie, implicitement, une autorité monétaire unique et une politique monétaire unique. Étant donné ces faits, le 6ème chapitre de l'ouvrage met en évidence des questions liées au cadre institutionnel de la politique monétaire unique, les objectifs et la stratégie de politique monétaire de la Banque Centrale Européenne, les instruments de la politique monétaire unique.

L'ouvrage finit avec la présentation des particularités de la politique monétaire de la Banque Nationale de Roumanie.

Bien que la politique monétaire soit un concept relativement nouveau, il a souffert et continue de souffrir des transformations significatives, dues au processus de globalisation financière. On a essayé de la sorte, tout au long de l'ouvrage, de souligner les mutations survenues au sein des objectifs désirés, des instruments utilisés et des voies de transmission envers l'économie réelle.

Les crises financières internationales survenues ces dernières années, y compris l'actuelle crise économique globale, mettent en évidence le rôle significatif joué par la politique monétaire dans la correction des déséquilibres macroéconomiques et, en même temps, posent de nouveaux problèmes en matière de politiques monétaires.

Cet ouvrage a été rédigé comme matériel didactique, ce qui fait qu'il soit limité à la présentation synthétique des problèmes fondamentaux des politiques monétaires.

Étant consciente de la nécessité d'éventuelles révisions futures des problèmes exposés, mais aussi de l'importance de l'approche de nouveaux aspects liés aux politiques monétaires, les éventuelles observations et suggestions seront bienvenues. Je suis également reconnaissante à ceux qui m'ont aidée pour la publication de cet ouvrage.

L'auteur

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 1

Teoriile monetare – fundament teoretic al politicilor monetare

Cuprinsul capitolului

1.1. Teoria cantitativă clasică a banilor
1.2. Teoria keynesistă şi concepţia monedei – instrument activ de influenţare a economiei
1.3. Teoria monetaristă. Monetarismul neoliberal
1.4. Analiza comparativă a concepţiei monetariste şi keynesiste
1.5. Mecanisme de transmisie monetară în concepţia keynesistă şi monetaristă.

Obiective

1. Cunoaşterea fundamentelor teoretice ale politicilor monetare
2. Cunoaşterea concepţiei keynesiste asupra monedei şi politicii monetare
3. Perceperea concepţiei monetariste cu privire la monedă şi politica monetară
4. Identificarea principalelor deosebiri dintre concepţia keynesistă şi monetaristă
5. Înţelegerea mecanismelor de transmisie monetară în concepţia keynesistă şi monetaristă.

Cuvinte-cheie

Teoria cantitativă a banilor, ecuaţia schimbului, neutralitatea monedei, keynesism, monetarism, mecanism de transmisie monetară.

Introducere

Istoric, teoriile monetare au apărut şi s-au dezvoltat în strânsă legătură cu realitatea economică şi au ţinut seama de rolul pe care-l avea moneda în cadrul relaţiilor economice şi sociale.

Teoriile monetare furnizează fundamentele conceptuale ale politicii monetare, iar concluziile teoreticienilor influenţează semnificativ autorităţile monetare.

Teoriile monetare sunt dominate de două mari curente de gândire economică - Keynesismul şi Monetarismul, care au influenţat şi încă influenţează semnificativ politicile economice, inclusiv cele monetare ale statelor lumii.

ECONOMICĂ / CONTRACT UNIVERSITAR LIBRARY

1.1. Teoria cantitativă clasică a banilor

Teoria cantitativă clasică a banilor reprezintă una din cele mai vechi teorii monetare. Ea a apărut în secolul XVI, când în Europa, datorită afluxului masiv de metale preţioase ca urmare a descoperirilor geografice, au avut loc importante creşteri de preţuri.

Premisa teoretică generală pe care se bazează această teorie este **legea „debuşeelor"** enunţată de francezul Jean-Baptiste Say, după care „oferta creează propria cerere" astfel că economia ajunge în mod automat la starea de echilibru. O consecinţă importantă a legii lui Say este aceea că **banii sunt neutrii din punct de vedere economic**, adică modificarea masei băneşti nu are nicio influenţă asupra economiei reale (asupra producţiei, preţurilor relative, ratei dobânzii, investiţiilor etc.).

Legea „debuşeelor" sau legea „pieţelor" formulată de francezul Jean-Baptiste Say (1767- 1832) evidenţiază faptul că tot ceea ce se produce se şi vinde, fiind astfel imposibilă o criză de supraproducţie.
Potrivit legii „debuşeelor", formulată diferit de Jean-Baptiste Say, pentru David Ricardo şi John Stuart Mill, moneda este doar un intermediar al schimbului, un „voal", care, de fapt, maschează realitatea economică a unui schimb între bunuri. În acest sens, John Stuart Mill, afirma[1] „în realitate noi nu cumpărăm obiectele pentru consumul nostru cu numerar, cu banii din circulaţie cu care le plătim. Trebuie ca mai înainte noi să fi cumpărat acest numerar prin vânzarea produselor noastre".
Prin urmare, la clasici moneda este dorită doar pentru tranzacţii şi nu pentru ea însăşi.

Ideea caracterului neutru al monedei a fost susţinută de economiştii clasici (A. Smith, D. Ricardo, J. B. Say, J. S. Mill etc.) şi neoclasici (L. Walras, I. Fisher, A. Marshall, C. A. Pigo ş.a.), care afirmau că **masa bănească acţionează exlusiv asupra nivelului general al preţurilor**, dar nu şi asupra preţurilor relative (deci, nu asupra evoluţiei economiei reale). Cantitatea de monedă determină doar nivelul absolut al preţurilor, iar excesul de monedă este cauza creşterii excesive a nivelului preţurilor, a inflaţiei.

Deşi părintele acestei teorii este considerat filozoful englez **David Hume** (1711 – 1776), **principiile de bază ale teoriei cantitative clasice a banilor** au fost enunţate de reprezentanţii mercantilismului şi de economiştii clasici. Printre aceştia s-a remarcat în mod deosebit bancherul irlandez **Richard Cantillon** (1697 – 1734), conform căruia modificarea masei monetare determină modificări ale preţurilor, diferite atât în timp, cât şi ca amplitudine; aşa-numitul „efect Cantillon" se referă la faptul că, modificarea masei monetare nu afectează toate preţurile în acelaşi fel, în aceeaşi măsură şi în acelaşi timp.[2]

[1] Frois, Gilbert, Abraham – *Economia politică*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1994, p. 47.
[2] Basno, Cezar, Dardac, Nicolae, Floricel, Constantin – *Monedă, Credit, Bănci*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1994, p. 96.

David Hume este considerat părintele teoriei cantitative clasice a banilor întrucât el apare ca sintetizator profund al ideilor lui R. Cantillon.

Teoria lui David Hume a avut la bază ideea potrivit căreia **preţurile bunurilor sunt determinate de cantitatea de monedă existentă în circulaţie**, introducând, astfel, noţiunea de **relaţie cauzală între masa monetară** (M) **şi nivelul preţurilor bunurilor** (P). În concepţia sa, volumul tranzacţiilor (Q) şi viteza de circulaţie a monedei (V) nu sunt sensibile la modificările masei monetare, iar **M şi P variază proporţional.**

Teoria cantitativă clasică a banilor a pus în evidenţă corelaţia care există între cantitatea de monedă în circulaţie şi nivelul preţurilor, considerând viteza de circulaţie a monedei ca fiind stabilă. Totodată, această teorie a negat ideea potrivit căreia M şi P ar putea varia independent, concluzionând că orice creştere a volumului tranzacţiilor (Q) este absorbită de modificarea vitezei de circulaţie a monedei.

Susţinând ideea că nivelul preţurilor (P) este determinat doar de cantitatea de monedă în circulaţie (M) şi că M şi P variază proporţional, clasicii au arătat că singura funcţie a monedei este de intermediar al schimburilor, evitând dezavantajele trocului.

În concluzie, teoria cantitativă clasică a banilor a arătat că **nivelul preţurilor (P) este determinat doar de cantitatea de monedă în circulaţie** (M) şi că există o **legătură cauzală de la M la P** (M fiind variabila activă, iar P variabila dependentă).

Teoria cantitativă a banilor este cunoscută astăzi, în special, prin două variante finale ale sale, şi anume[3]: „varianta tranzacţională" (sau ecuaţia Fisher) şi „varianta venit" (sau „ecuaţia Cambridge").

Varianta tranzacţională (sau ecuaţia Fisher)

La începutul secolului XX, teoria cantitativă a banilor a dobândit o formă avansată prin lucrările economistului american **Irving Fisher**. Acesta a exprimat, în mod riguros, concluzia fundamentală a teoriei cantitative a banilor printr-o formulă matematică, cunoscută sub denumirea de „ecuaţia schimbului", prezentată în lucrarea *Puterea de cumpărare a banilor* (apărută în 1911).

Ecuaţia schimbului numită şi Ecuaţia Fisher se prezintă astfel:

$$M_1 \times V_1 + M_2 \times V_2 = P \times Q, \text{ unde:}$$

M_1 - masa monetară sub formă de numerar;
V_1 – viteza de circulaţie a numerarului;
M_2 – masa monetară sub forma banilor de cont;
V_2 – viteza de circulaţie a banilor de cont;
P – nivelul general al preţurilor;
Q – volumul tranzacţiilor intermediate de monedă.

[3] Taşnadi, Alexandru, Doltu, Claudiu – *Monetarismul*, Editura Economică, Bucureşti, 1996, p. 24.

Din ecuaţia schimbului rezultă că, nivelul preţurilor este un raport între masa monetară şi volumul tranzacţiilor, conform relaţiei:

$$P = \frac{M1 \times V1 + M2 \times V2}{Q}$$

Această egalitate arată dependenţa directă a preţurilor de cantitatea de monedă (M_1 şi M_2), ponderată cu viteza de circulaţie a monedei (V_1 şi V_2) şi raportată la volumul tranzacţiilor efectuate (Q) într-o anumită perioadă de timp.

O caracteristică esenţială a ecuaţiei Fisher este pasivitatea preţurilor, ele lăsându-se conduse de evoluţia celorlalţi factori; preţurile nu devin cauze, nici primare şi nici secundare, ale variaţiilor factorilor monetari.

Ecuaţia schimbului a fost elaborată încă din 1886 de către matematicianul Simon Newcomb, sub următoarea formă: $M \times V = P \times Q$
Economistul american Irving Fisher (1867 – 1947) a reluat şi îmbunătăţit ecuaţia schimbului, incluzând în sfera masei monetare şi banii de cont.

Elementul nou adus de I. Fisher constă în faptul că leagă variaţia preţurilor nu numai de cantitatea de monedă (aşa cum au susţinut clasicii teoriei cantitative), ci şi de alţi factori. Dacă masa monetară în circulaţie nu se modifică, atunci nici preţurile nu se modifică dacă ceilalţi factori (V şi Q) rămân aceiaşi. O creştere a masei monetare nu determină automat creşterea preţurilor, ci numai atunci când ceilalţi factori (V şi Q) nu reuşesc să contrabalanseze această creştere.

Viteza de circulaţie a monedei reflectă numărul mediu de tranzacţii realizate de o unitate monetară într-o anumită perioadă de timp. Potrivit ecuaţiei schimbului, viteza de circulaţie a monedei se determină astfel:

$$V = \frac{P \times Q}{M}$$

Teoria cantitativă, în general, inclusiv ecuaţia schimbului, au făcut obiectul unor critici[4], astfel: înainte ca teoria cantitativă să fie exprimată matematic, Marx arăta că adepţii acestei teorii împart mecanic grămada de bani la grămada de mărfuri. Prin urmare, neajunsul acestei teorii constă în caracterul ei mecanicist, în ignorarea legii valorii. În concepţia lui Marx, preţul mărfurilor nu reprezintă rezultatul unor raporturi cantitative. Preţul este expresia bănească a valorii mărfurilor, lucru ignorat de teoria cantitativă.

Teza potrivit căreia o creştere a masei monetare, în condiţiile unei cantităţi de mărfuri neschimbate, ar determina creşterea preţurilor mărfurilor nu se verifică în practică, cel puţin în condiţiile circulaţiei monedelor cu valoare intrinsecă, întrucât excesul de monedă se tezaurizează prin mecanismul de

[4] Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, p. 39.

autoreglare. Prin urmare, teoria cantitativă ar fi valabilă în cazul banilor de hârtie, a semnelor băneşti neconvertibile, care pot intra în circulaţie în cantităţi oricât de mari, indiferent de mărimea producţiei. Totuşi, nici în aceste condiţii, *teoria cantitativă şi ecuaţia schimbului nu se verifică în practică*, din următoarele considerente:

- *nivelul preţurilor nu este dependent doar de M, V şi Q*;
- *relaţiile dintre variabilele cuprinse în model nu sunt proporţionale*, aşa cum rezultă din expresia matematică a ecuaţiei schimbului;
- *modificarea preţurilor poate să fie determinată şi de alţi factori*, care nu sunt incluşi în modelul matematic;
- *modificarea masei monetare poate să nu influenţeze nivelul preţurilor*, ca urmare a unei politici dirijate de către guvern sau a unei situaţii de neutilizare a factorilor de producţie.

Varianta venit (sau „ecuaţia Cambridge")

Această variantă a fost elaborată de **Alfred Marshall** şi **Arthur Cecil Pigou**, de la Universitatea Cambridge, şi reprezintă a doua fază a dezvoltării teoriei cantitative clasice a banilor, apărând după Primul Război Mondial.

Varianta venit a teoriei cantitative clasice a banilor poate fi exprimată, la fel ca şi varianta tranzacţională, cu ajutorul unei ecuaţii, formulată de A. Marshall, care se prezintă astfel:

M =KxPxQ, unde:

M – masa monetară în circulaţie;

K – constantă, care reprezintă partea din venitul naţional păstrată sub formă de monedă lichidă (numerar);

P – nivelul general al preţurilor;

Q – volumul tranzacţiilor.

Produsul P×Q reprezintă venitul naţional (Y), astfel că ecuaţia mai poate fi exprimată şi sub forma: M = K×Y.

Privite matematic, ecuaţia Fisher şi ecuaţia Marshall sunt identice dacă $K = \frac{1}{V}$, ceea ce ar însemna că **cele două ecuaţii exprimă, în moduri diferite, unul şi acelaşi lucru.**

Însă, K nu este inversul vitezei de circulaţie a monedei pentru că în ecuaţia lui Marshall nu intervine timpul, ea exprimând o relaţie existentă la un moment dat (t). Ansamblul bunurilor care se produc în acest moment (t) nu este egal cu cantitatea de monedă; aceasta va fi echivalentă doar cu o proporţie din acest ansamblu, iar K exprimă această proporţie, fiind un element static spre deosebire de V care este dinamic[5]. Coeficientul K al lui Marshall reprezintă

[5] Brăilean, Tiberiu – *Monetarismul în teoria şi politica economică*, Editura Institutul European, Iaşi, 1998, p. 44.

partea din venit pe care indivizii doresc să o deţină sub formă de numerar, exprimând nevoia de monedă a acestora.

Atât varianta tranzacţională cât şi varianta venit a teoriei cantitative a banilor evidenţiază aceeaşi concluzie: **creşterea masei monetare în circulaţie determină, în condiţiile utilizării depline a forţei de muncă, o creştere direct proporţională a nivelului general al preţurilor.**

În concluzie, la clasici, moneda fiind doar un intermediar al schimburilor, modificările în oferta de monedă influenţează doar preţurile nominale, în timp ce preţurile relative nu sunt influenţate, ceea ce evidenţiază **caracterul neutru al monedei.**

De asemenea, *la clasici, sfera „reală" şi sfera „financiară" sunt strict separate*; pe piaţa bunurilor şi a serviciilor (sfera „reală") se determină economisirea, investiţiile, rata dobânzii, producţia şi nivelul de ocupare a forţei de muncă, toate în termeni reali, în timp ce pe piaţa monetară (sfera „financiară"), cantitatea de monedă în circulaţie determină nivelul general al preţurilor.

Modelul clasic, care are în vedere dihotomia (independenţa) dintre sectorul real şi sectorul monetar[6], *poate fi reprezentat schematic prin figura 1.*

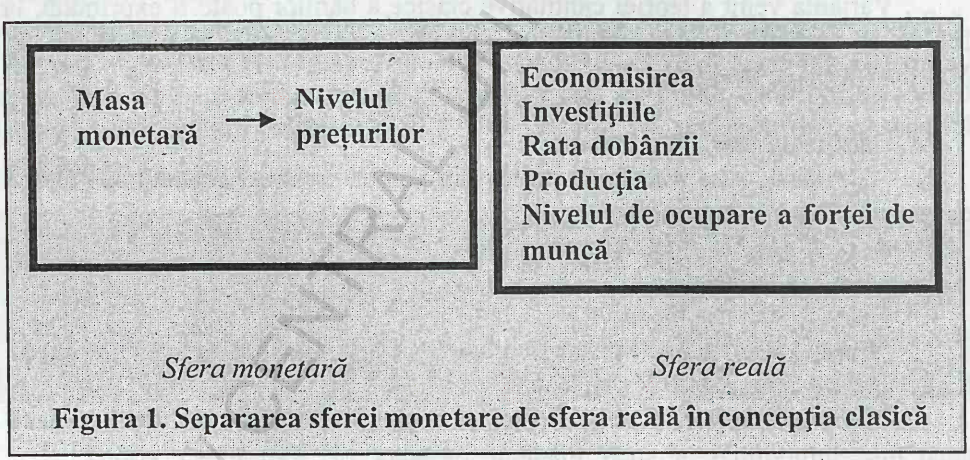


Figura 1. Separarea sferei monetare de sfera reală în concepţia clasică

Cu privire la politica monetară, clasicii considerau aceasta ca fiind ineficientă, în sensul că nu ar influenţa variabilele reale ale economiei. De altfel, în general, clasicii au respins orice idee de politică sau de intervenţie economică.

În concepţia clasicilor, **economia nu poate fi influenţată printr-o măsură oarecare de politică monetară.** Considerând moneda ca fiind neutră din punct de vedere economic, clasicii apreciau că modificarea masei băneşti nu are nicio influenţă asupra producţiei, preţurilor relative, ratei dobânzii sau asupra investiţiilor. În opinia lor, **orice variaţie a cantităţii de monedă antrenează pur**

[6] Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj – Napoca, 2002, p. 67.

şi simplu modificarea nivelului general al preţurilor, fără consecinţe asupra activităţii economice şi a nivelului de ocupare a forţei de muncă.

În acest context, manevrarea taxei de rescont de către banca centrală – principala formă de politică monetară practicată în secolul XIX – a fost interpretată de unii clasici ca o simplă supunere la legile pieţei[7]. O asemenea apreciere ar fi valabilă dacă avem în vedere perioada circulaţiei monedelor cu valoare intrinsecă când mişcarea liberă a aurului pe plan internaţional asigura echilibrarea automată a balanţei de plăţi externe (a se vedea caseta de mai jos). În acest context, misiunea băncilor centrale era urmărirea mişcării aurului, majorând taxa de rescont atunci când rezerva de aur începea să se diminueze şi invers, scăzând taxa de rescont atunci când doreau să acumuleze aur în rezervele lor.

Echilibrarea automată a balanţei de plăţi externe în condiţiile circulaţiei monedelor cu valoare intrinsecă[8]

De pildă, în condiţiile în care o ţară înregistra un deficit al balanţei de plăţi externe, se realiza o ieşire de aur din ţară şi, implicit, o reducere a masei monetare în circulaţie. Aceasta determina scăderea preţurilor interne, care antrena creşterea exporturilor, diminuarea importurilor şi, prin urmare, restabilirea echilibrului extern. În situaţia inversă, când se înregistra un excedent al balanţei de plaţi externe, avea loc o intrare de aur în ţară şi, implicit, creşterea masei monetare. Aceasta determina creşterea preţurilor interne, care antrena diminuarea exporturilor, sporirea importurilor şi, prin urmare, restabilirea echilibrului extern.

1.2. Teoria keynesistă şi concepţia monedei – instrument activ de influenţare a economiei

Spre deosebire de clasici, la care moneda este cerută doar în scopul unor tranzacţii, pentru a permite accesul la alte bunuri, ea reprezentând un voal care ar acoperi un schimb între bunuri, la **Keynes, moneda este dorită şi pentru ea însăşi**, din motive de precauţie sau de speculaţie, având un rol activ în economie.

Pentru Keynes, moneda constituie legătura dintre prezent şi viitor; ea poate fi dorită nu doar pentru schimburi prezente, ci şi pentru schimburi viitoare, nu numai pentru a cumpăra bunuri, ci şi pentru a servi drept garanţie împotriva riscului.

În lucrarea **„Teoria generală a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii şi a banilor"** (publicată în anul 1936), Keynes pune în evidenţă, în esenţă, *trei motive pentru care populaţia şi agenţii economici doresc monedă*:

- ✓ *motivul tranzacţiilor*;
- ✓ *motivul precauţiilor*;
- ✓ *motivul speculaţiilor*.

[7] Denize, Jean – *Monnaie et financement*, Edition Dunod, Paris, 1967, p. 122.

[8] Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, Stoica, Ovidiu, Roman, Angela, Dornescu, Valeriu, Chirleşan, Dan – *Monedă şi credit*, Ediţia a III-a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2009, p. 51.

Motivul tranzacţiilor exprimă dorinţa indivizilor de a deţine monedă pentru a face faţă plăţilor între două încasări de venituri. În cazul întreprinderilor, acest motiv arată nevoia de monedă pentru a face faţă plăţilor în perioada dintre angajarea cheltuielilor pentru derularea procesului de producţie şi încasarea producţiei vândute.

Cererea de monedă pentru tranzacţii depinde de mărimea venitului (y), relaţia fiind liniară.

Cererea de monedă pentru tranzacţii exprimă nevoia de monedă pentru realizarea tranzacţiilor curente.

Motivul precauţiilor evidenţiază nevoia de monedă a diverselor persoane pentru a face faţă imprevizibilului (de pildă: întârzieri în încasarea veniturilor, boală, şomaj etc.). *Cererea de monedă din motive de precauţie este*, de asemenea, *în funcţie de mărimea venitului (y).*

Cererea de monedă din considerente de precauţie reflectă nevoia de monedă pentru acoperirea cheltuielilor neprevăzute.

Motivul speculaţiilor pune în evidenţă dorinţa indivizilor de a obţine câştiguri din operaţiuni speculative. Obiectivul speculatorului este obţinerea de câştiguri, cumpărând bunuri sau titluri de valoarea când preţul acestora este scăzut şi revânzându-le când preţurile au crescut; dacă se anticipează o scădere a preţului, nu se mai cumpără ci se vinde, preferându-se moneda; în situaţia inversă, când se anticipează o creştere a preţului, se preferă deţinerea de bunuri şi titluri de valoare. Prin urmare, speculaţia antrenează un arbitraj permanent între monedă, pe de o parte, şi activele nemonetare, pe de altă parte.

În analiza motivului speculaţiei, Keynes a privilegiat obligaţiunile, între preţul (cursul) acestora şi rata dobânzii existând o relaţie de inversă proporţionalitate. Atunci când rata dobânzii la obligaţiuni este mare (cursul titlurilor este scăzut), indivizii vor prefera să-şi utilizeze economiile pentru a cumpăra titluri financiare astfel că cererea lor de monedă va fi mai redusă şi are loc o scădere a cantităţii de monedă deţinută anterior, prin detezaurizare. În situaţia inversă, când rata dobânzii la obligaţiuni este scăzută (cursul titlurilor este mare), indivizii vor prefera să păstreze lichidităţile, să tezaurizeze şi, prin urmare, cererea lor de monedă va creşte.

Keynes a arătat că, atunci când rata dobânzii este foarte scăzută (fără să precizeze exact nivelul său), indivizii nu mai cumpără obligaţiuni şi preferă, pe scară largă, să deţină lichidităţi. În acest caz, se apreciază că preferinţa pentru lichidităţi este totală.

Prin urmare, *cererea de monedă în scop speculativ depinde de rata dobânzii, relaţia fiind de inversă proporţionalitate.*

Cererea de monedă în scop speculativ exprimă dorinţa diverselor persoane de a deţine monedă pentru a profita de unele oportunităţi pe care le oferă piaţa financiară.

Spre deosebire de clasicii la care rata dobânzii reprezintă preţul de renunţare la consum şi variabila de ajustare a fluxurilor reale între investiţii şi economii, pentru Keynes, rata dobânzii reprezintă preţul de renunţare la lichiditate.

Pe ansamblu, **cererea de monedă (M) la Keynes este formată din cererea de monedă pentru tranzacţii şi precauţii**, care depinde de venit, notată cu $M_1(y)$ şi din **cererea de monedă în scop speculativ**, dependentă de rata dobânzii, notată $M_2(i)$, adică:

$$M = M_1(y) + M_2(i)$$

Cererea de monedă poate fi reprezentată grafic prin figura 2.

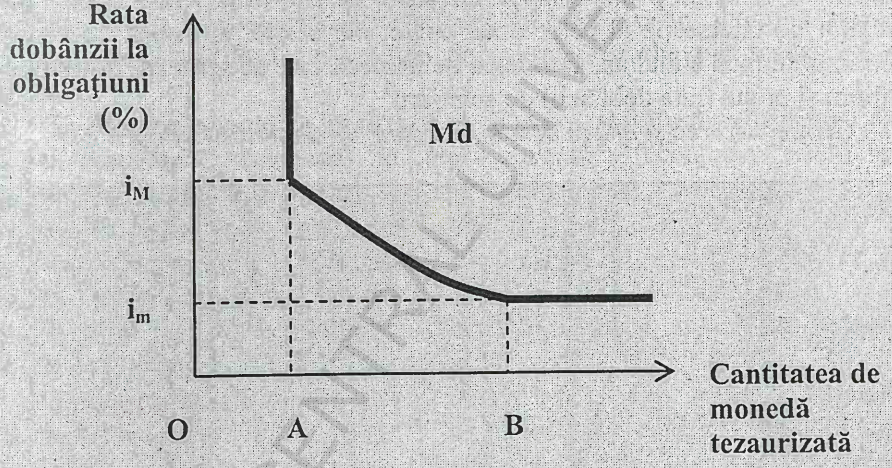


Figura 2. Curba cererii de monedă

Md – curba cererii de monedă (money demand);

OA – cererea de monedă pentru tranzacţii şi precauţii, care este independentă de rata dobânzii, depinzând de mărimea venitului şi este constantă pe termen scurt;

i_m – rata minimă a dobânzii la activele financiare (obligaţiuni) de la care preferinţa pentru deţinerea de monedă este generală, în sensul că aproape toată lumea preferă să deţină monedă (lichidităţi) şi nu creanţe (active financiare) care aduc o dobândă redusă;

i_M – rata maximă a dobânzii, de la care cererea de monedă în scopul speculaţiei este nulă; agenţii economici preferă, în mod absolut, să deţină active

financiare (obligaţiuni) datorită nivelului ridicat al remuneraţiei oferite de titluri şi preţului scăzut al acestora, renunţând la deţinerea de monedă în scopul speculaţiei;

B – punctul dincolo de care preferinţa pentru lichidităţi este totală; această situaţie este denumită **„trapa pentru lichidităţi"**.

Din figura nr. 2 se observă că:

- **pentru o rată a dobânzii $i > i_M$**, curba cererii de monedă în funcţie de rata dobânzii se reprezintă printr-o paralelă cu axa ordonatei;
- **pentru $i_m < i < i_M$**, cererea de monedă este invers proporţională faţă de i;
- **pentru $i = i_m$**, cererea de monedă este infinit elastică în raport cu rata dobânzii şi, prin urmare, se reprezintă printr-o dreaptă paralelă cu axa absciselor.

În ceea ce priveşte oferta de monedă, Keynes consideră această variabilă ca exogenă, fiind determinată de autoritatea monetară în raport cu politica pe care o urmăreşte. *Oferta de monedă nu depinde de rata dobânzii* şi, prin urmare, *poate fi reprezentată printr-o perpendiculară pe axa absciselor*. Coordonatele punctului de intersecţie al celor două curbe, ale ofertei şi cererii de monedă, determină, în mod simultan, cantitatea de monedă care se schimbă în situaţie de echilibru şi preţul (rata dobânzii) de echilibru[9].

Grafic, cererea şi oferta de monedă sunt reprezentate în figura 3.

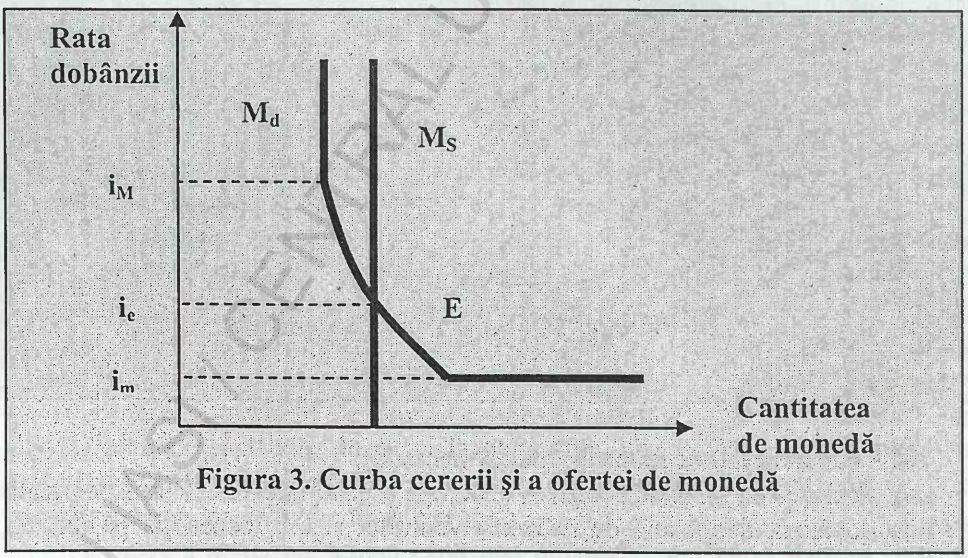


Figura 3. Curba cererii şi a ofertei de monedă

M_S – oferta de monedă (money supply): cantitatea de monedă pusă la dispoziţia publicului de către autoritatea monetară, independent de rata dobânzii;

i_e – rata dobânzii de echilibru;

E – punctul de echilibru, când oferta şi cererea de monedă sunt egale.

[9] Frois, Gilbert, Abraham – *Economia politică*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1994, p. 367.

FCUAIC GENERAL UNIVERSITY LIBRARY

În concepţia keynesistă, **moneda şi politica monetară pot să influenţeze economia**, în mod indirect, **prin intermediul ratei dobânzii**. Astfel, creşterea ofertei de monedă (sau promovarea unei politici monetare expansioniste), care s-ar reprezenta în figura 3 prin deplasarea curbei ofertei spre dreapta, determină scăderea ratei dobânzii de echilibru, care, la rândul său, antrenează creşterea investiţiilor, producţiei, gradului de ocupare a forţei de muncă, sporirea venitului naţional. În situaţia inversă, diminuarea ofertei de monedă (promovarea unei politici monetare restrictive), care ar însemna deplasarea curbei ofertei spre stânga, determină creşterea ratei dobânzii, care antrenează reducerea investiţiilor, producţiei, utilizării forţei de muncă, diminuarea venitului naţional.

Însă, există o situaţie extremă, corespunzătoare **„trapei pentru lichidităţi"**, când politica monetară este considerată ineficientă pentru că nu mai poate să determine scăderea ratei dobânzii şi, prin urmare, nici să stimuleze investiţiile, producţia etc. În zona corespunzătoare trapei pentru lichidităţi, oricare ar fi cantitatea de monedă oferită de autoritatea monetară, rata dobânzii nu va mai putea să scadă, politica monetară fiind, după Keynes, cu desăvârşire ineficace. Într-o asemenea situaţie, în concepţia lui Keynes, politica monetară ineficace trebuie să facă loc politicii de stimulare a cheltuielilor private sau publice[10].

În concluzie, **analiza realizată de Keynes stabileşte o legătură între „sfera monetară"** (moneda) şi **sfera „reală"** (economia reală) **prin intermediul ratei dobânzii**. Conform teoriei keynesiste, *rata dobânzii creează o legătură între sfera monetară şi sfera reală*, influenţând în acelaşi timp cererea de monedă şi investiţiile. Prin urmare, *rata dobânzii reprezintă principalul canal de transmitere a efectelor politicii monetare asupra economiei reale*. Aşadar, Keynes a respins dihotomia între fenomenul monetar şi cel real (specifică clasicilor) şi caracterul neutru al monedei.

De asemenea, Keynes a stabilit legături între masa monetară, gradul de ocupare a forţei de muncă şi preţuri[11]. În concepţia sa, creşterea masei monetare nu antrenează creşterea preţurilor, în condiţiile ocupării incomplete a forţei de muncă. Într-o asemenea situaţie, existând rezerve de forţă de muncă, cantitatea suplimentară de monedă va stimula creşterea economică, întrucât antrenează creşterea gradului de ocupare a forţei de muncă. Prin urmare, după Keynes, există o relaţie proporţională între masa monetară şi gradul de ocupare a forţei de muncă, fără ca preţurile să fie afectate.

Legătura dintre sfera monetară şi sfera reală, conform teoriei keynesiste, este reprezentată schematic în figura 4.

Cu privire la politica monetară, keynesiştii afirmă că este posibilă influenţarea venitului naţional prin variaţia masei monetare. Astfel, o creştere a acesteia va antrena o scădere a ratei dobânzii, care se va repercuta asupra nivelului investiţiilor şi, deci, asupra venitului naţional. Însă, venitul naţional nu

---

[10] Dăianu, Daniel – *Echilibrul economic şi moneda*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1993, p. 32.
[11] Brăilean, Tiberiu – *op. cit.*, p. 67.

va creşte în termeni reali decât în condiţiile în care există factori de producţie disponibili. În caz contrar, creşterea masei monetare va antrena, ca şi în cazul clasicilor, creşterea preţurilor.

Pentru keynesişti, **obiectivul final al politicii monetare** este *asigurarea creşterii economice şi ocuparea forţei de muncă*, iar **obiectivul intermediar** (specific) este *controlul ratelor de dobândă*.

Politica de inspiraţie keynesistă a fost dominantă după Al Doilea Război Mondial până la începutul anilor '70, după care şi-a dovedit ineficacitatea, aşa cum vom vedea mai departe.

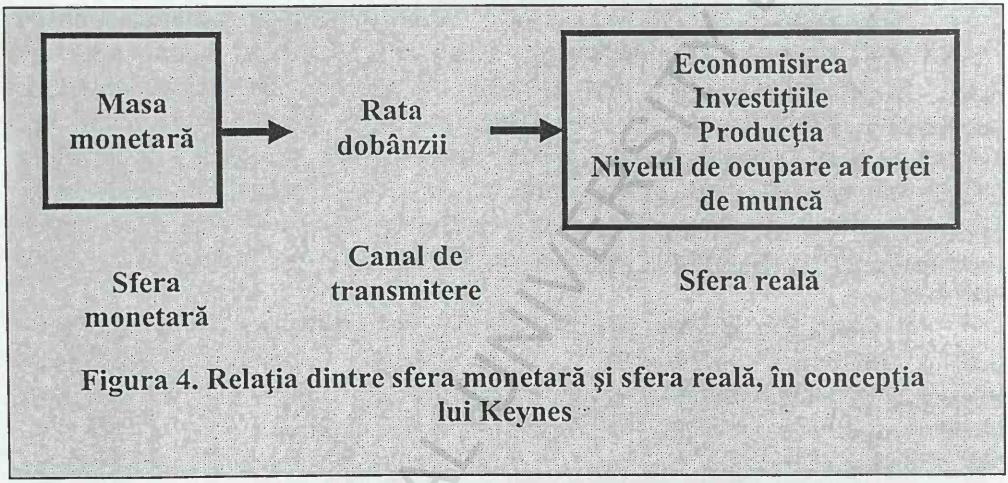


Figura 4. Relaţia dintre sfera monetară şi sfera reală, în concepţia lui Keynes

1.3. Teoria monetaristă. Monetarismul neoliberal

Teoria monetaristă se prezintă, în esenţă, ca o reacţie la analiza keynesistă şi o întoarcere la teoria cantitativă.

Curentul monetarist s-a conturat şi a luat amploare, în special, începând cu a doua jumătate a anilor '50. Publicarea în anul 1956, de către profesorul american **Milton Friedman**, a articolului *Teoria cantitativă a monedei: o restabilire* cuprins într-un volum de *Studii de teorie cantitativă a banilor*, marchează readucerea în actualitate a teoriei cantitative şi a concepţiei neoclasice, conform căreia economia de piaţă dispune de anumite mecanisme de reglare automată.

Termenul de monetarism a fost utilizat pentru prima dată de *Karl Brunner*, în anul 1968, care a definit conceptul prin următoarele trăsături[12]:

✓ *impulsurile monetare sunt determinante în variaţiile producţiei, ocupării şi preţurilor*;

[12] Stoica, Victor, Deaconu, Petre – *Bani şi credit. Banii. Teoriile monetare. Administrarea banilor şi politica monetară*, Editura Economică, Bucureşti, 2003, p. 427.

BCU "CAROL I" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

✓ *evoluţia masei monetare este indicatorul cel mai sigur pentru a măsura impulsul monetar;*

✓ *autorităţile monetare pot să controleze evoluţia masei monetare.*

Monetarismul are la bază teoria cantitativă clasică a banilor, care susţine existenţa unui efect direct proporţional al modificării masei monetare asupra nivelului preţurilor, **dezvoltată de mari economişti,** precum **Leon Walras, Irving Fisher, Alfred Marshall** şi **Arthur Cecil Pigou.**

În esenţă, **monetarismul reprezintă o teorie şi o politică monetară care atribuie modificării masei monetare în circulaţie o importanţă decisivă în evoluţia activităţii economice şi în stabilitatea preţurilor**[13].

Cererea de monedă în concepţia lui Milton Friedman

M. Friedman a susţinut ideea că moneda este un activ financiar printre alte active (reale, financiare şi umane), un mijloc important de păstrare a averii. Cererea de monedă, în concepţia lui M. Friedman, depinde, în principal, de venitul real permanent (media veniturilor obţinute şi a celor anticipate în viitor, în condiţii normale de activitate), iar rata dobânzii are doar un rol marginal.

În concepţia monetaristă, echilibrul economiei de piaţă s-ar realiza aproape automat printr-un control oficial al masei monetare în circulaţie (de către banca centrală), admiţând o creştere anuală a acesteia cu un anumit procent (în concepţia lui Milton Friedman, 5-6%).

Monetariştii afirmă că economia capitalistă este, prin natura sa, „fundamental stabilă" şi că prezintă o „stabilitate inerentă". Prin urmare, crizele sale periodice, fluctuaţiile conjucturale nu sunt expresia unor carenţe organice, ci se datorează unui factor exogen mecanismului economic propriu-zis, şi anume politicilor monetare neadecvate[14].

Pentru monetarişti, moneda este singurul mijloc cu efect global asupra economiei, iar politica monetară are misiunea de a administra şi ţine sub control masa monetară, prin intermediul băncilor centrale.

Monetarismul a influenţat semnificativ politicile economice ale statelor dezvoltate, începând cu anii '70. Majoritatea ţărilor dezvoltate au renunţat progresiv la politica economică de inspiraţie keynesistă, îndreptându-şi atenţia spre monetarism.

Stagflaţia din anii 1974 – 1976 infirmă tezele keynesiste, negând existenţa unei relaţii de inversă proporţionalitate între inflaţie şi şomaj şi demonstrând că inflaţia nu are nicio influenţă directă asupra şomajului.

Începând cu anii '80, *concepţia monetaristă domină politica economică a statelor dezvoltate.* Guvernele acestora (în special, guvernul condus de R. Reagan şi cel condus de M. Thatcher) au acordat o atenţie deosebită controlului riguros al masei monetare în circulaţie.

---

[13] Kiriţescu, Costin – *Moneda, mică enciclopedie*, Editura Ştiinţifică şi Enciclopedică, Bucureşti, 1982, p. 215.

[14] Brăilean, Tiberiu – *op. cit.*, p. 95.

În cadrul monetarismului se disting mai multe variante (a se vedea caseta de mai jos), însă toate au la bază o teză comună fundamentală, şi anume variaţiile masei monetare exercită o influenţă predominantă asupra evoluţiei nivelului nominal al venitului naţional. De asemenea, toţi monetaristii susţin că nu există relaţie pe termen lung între inflaţie şi şomaj.

Tipuri de monetarism

Prin prisma evoluţiei lor, tipurile de monetarism s-au format în două etape[15]:

În prima etapă s-a conturat **monetarismul dezvoltat de reprezentanţii neoclasicismului** din perioada de până la Al Doilea Război Mondial, şi anume:

- **Monetarismul austriac** având ca principali reprezentanţi pe Karl Menger, Ludwig von Mises şi Friederich von Hayek, care au evidenţiat impactul creşterii masei monetare asupra preţurilor şi a structurii producţiei;

- **Monetarismul axat pe rigiditatea salariilor**, reprezentat de americanii Fisher şi Phelps, care susţine că, pe termen scurt, rigidităţile pieţei de muncă creează o rigiditate a ritmului de creştere a salariilor şi deci a preţurilor.

În etapa a doua, de după Al Doilea Război Mondial, s-a dezvoltat **neomonetarismul** reprezentat de mai multe şcoli:

- **Monetarismul şcolii de la Chicago** al cărui reprezentant principal a fost Milton Friedman şi care marchează începutul afirmării unei noi concepţii asupra mecanismului de funcţionare a economiei.

- **Monetarismul anticipărilor raţionale** având ca principal reprezentant pe economistul american Robert Lucas şi care arată rolul anticipaţiilor agenţilor privaţi în politica economică.

- **Monetarismul global** reprezentat de profesorii Robert Mundell de la Universitatea din Chicago şi Harry G. Johnson. Aceştia extind principiile monetariste la nivelul economiei mondiale, susţinând că inflaţia şi instabilităţile economice ar trebui reglate prin măsuri adoptate la nivel global (mondial).

- **Monetarismul bugetar** ai cărui reprezentanţi principali sunt profesorii K. Brunner şi A. H. Meltzer, care resping ideea că „singură moneda este importantă", afirmând că deficitul bugetar exercită şi el o influenţă asupra nivelului producţiei şi al preţurilor şi, prin urmare, dacă se doreşte limitarea creşterii masei monetare trebuie limitat deficitul bugetar.

- **Monetarismul Saint – Louis - Ian** (Şcoala de la Saint – Louis) având ca principali reprezentanţi pe Leonall Andersen, Jerry Jordan, Keith Carlson şi Michael Keran. Pentru monetariştii de la Saint–Louis, inflaţia are două cauze, şi anume: rata inflaţiei anticipate, care se formează şi se revizuieşte ţinând seama de preţurile trecute şi de creşterea masei monetare, iar acţiunea împotriva inflaţiei ar consta în frânarea graduală a ritmului de creştere a masei monetare.

Între tipurile de monetarism care s-au conturat, cel mai important şi, totodată, cel mai cunoscut este **monetarismul şcolii de la Chicago, elaborat de neocantitativistul Milton Friedman, care a susţinut rolul dominant al**

[15] Turliuc, Vasile – *op. cit.*, pp. 52-53; a se vedea şi Brăilean, Tiberiu – *op. cit.*, pp. 107-112.

banilor în procesele economice, fiind adeptul unei creşteri regulate a cantităţii de monedă în circulaţie.

Monetarismul elaborat de Milton Friedman consideră că tendinţele vieţii economice – în primul rând veniturile nominale şi preţurile – pot şi trebuie dirijate prin simpla reglare a volumului masei monetare, aceasta fiind factorul cheie al politicii monetare, care are un rol mai important decât politica bugetară.

Friedman recunoaşte, într-un fel, că stabilitatea preţurilor şi creşterea economică armonioasă nu pot fi realizate prin simpla manevrare a masei monetare, fiind necesare măsuri complexe la nivelul întregii economii.

Cu privire la inflaţie, M. Friedman consideră că aceasta *„este oriunde şi oricând un fenomen monetar"*, adică se poate manifesta numai datorită unei creşteri excesive a ofertei de monedă, iar acţiunea împotriva inflaţiei presupune promovarea unei politici monetare restrictive.

De asemenea, Friedman a susţinut faptul că *modificarea ofertei de monedă poate să aibă efecte reale* (asupra creşterii economice reale şi asupra gradului de utilizare a forţei de muncă) *doar pe termen scurt*; *pe termen lung, variaţiile masei monetare nu au efect decât asupra nivelului general al preţurilor.*

Dacă la Keynes, o creştere a cantităţii de monedă determină o scădere a ratei dobânzii (cu excepţia situaţiei trapei pentru lichidităţi, aşa cum am văzut), la Friedman efectul respectiv există doar pe termen scurt, după care are loc o creştere a ratei nominale a dobânzii[16].

Milton Friedman, ca de altfel toţi monetariştii, **se pronunţă pentru limitarea rolului autorităţilor guvernamentale**, iar în condiţiile în care intervenţia statului este indispensabilă el susţine reglementarea strictă a acesteia, prin reguli clare. Cu privire la rolul autorităţilor monetare, monetariştii susţin că acesta trebuie limitat la îngrădirea creşterii masei monetare. Astfel, **Milton Friedman pledează pentru „regula de aur" a politicii monetare, şi anume creşterea cu o rată constantă** (5-6%) **a masei monetare, care să menţină stabilitatea preţurilor în economie.**

Dacă, după Al Doilea Război Mondial, politica monetară a fost trecută pe plan secundar, ca urmare a afirmării ideilor keynesiste, începând cu anii '80 asistăm la o revigorare a ei. **Interesul sporit manifestat pentru afirmarea politicii monetare se justifică**, în opinia specialiştilor, **prin raţiuni politice şi prin evoluţiile empirice**[17].

Raţiunile politice se referă la faptul că măsurile de politică monetară sunt discrete; ele sunt luate de iniţiaţi şi nu pot fi înţelese decât de specialiştii în domeniul economic. De asemenea, aceste măsuri nu dau naştere la confruntări parlamentare aşa cum se întâmplă în cazul măsurilor de ordin bugetar sau fiscal, la confruntări cu sindicatele, aşa cum se întâmplă în cazul măsurilor privind

[16] a se vedea paragraful 1.5.

[17] David, Jacques-Henri, Jaffré, Philippe – *La monnaie et la politiqu monétaire*, Edition Economica, Paris, 1990, p. 94.

salariile sau la confruntări cu anumite categorii sociale, care sunt afectate de măsuri privind preţurile. Prin urmare, *măsurile de politică monetară au consecinţe difuze*, care se repartizează asupra tuturor categoriilor sociale, astfel că nimeni nu se simte vizat în mod direct. De asemenea, măsurile de politică monetară comportă o puternică doză de anestezie politică şi socială, ceea ce face să fie apreciate de guvernele ţărilor democratice, care sunt preocupate de opinia publică.

Evoluţiile empirice sunt puse în evidenţă de observaţiile economiştilor cu privire la existenţa unei corelaţii între evoluţia PIB şi evoluţia masei monetare.

Tezele monetariste acordă o importanţă deosebită politicii monetare spre deosebire de tezele keynesiste care văd în politica monetară simple măsuri ce însoţesc politica bugetară şi fiscală.

După monetarişti, *importanţa politicii monetare* ţine de faptul că este mai *„neutră"* şi mai *„respectuoasă" faţă de jocul pieţei* comparativ cu politica bugetară.

Susţinând existenţa unei legături între cantitatea de bani din circulaţie şi rata inflaţiei, *recomandările monetariştilor sunt precise şi clare*:

✓ *politica monetară nu trebuie sa fie utilizată în scop de relansare a economiei* pentru că efectele aşteptate de la o asemenea politică sunt, pe termen lung, o simplă creştere a nivelului inflaţiei;

✓ *este posibilă reducerea inflaţiei prin diminuarea progresivă a cantităţii de monedă pusă în circulaţie.*

Rezultatele aplicării politicii de tip monetarist au fost pozitive, inflaţia mondială înregistrând o scădere însemnată, însă cu preţul unei severe recesiuni. În acest context, în unele ţări se acordă mai puţină prioritate reducerii inflaţiei şi apar în calitate de obiective prioritare, asigurarea creşterii economice şi mai buna ocupare a forţei de muncă. Aşadar, s-ar părea că se revine la keynesism. Pe de altă parte, pierderea interesului pentru politica monetaristă s-ar justifica prin prezenţa inovaţiilor financiare, care fac ca masa monetară să nu mai poată fi controlată riguros, iar conceptul de monedă să nu mai poată fi strict delimitat.

În concluzie, cu privire la politica monetară, monetariştii apreciază că aceasta influenţează economia reală numai pe termen scurt, pe termen lung acceptând ideea de neutralitate a monedei. În concepţia monetaristă, regularitatea ofertei de monedă este indispensabilă pentru stabilitatea monetară, astfel că monetariştii se pronunţă pentru autorităţi monetare independente, care să-şi impună ca regulă creşterea masei monetare cu o rată constantă, independent de conjunctura imediată[18].

Pentru monetarişti, **politica monetară trebuie să aibă ca obiectiv final** *stabilitatea preţurilor*, iar ca **obiectiv intermediar** (specific) *controlul masei monetare.*

[18] David, Jacques-Henri, Jaffré, Philippe – *op. cit.*, p. 53.

1.4. Analiza comparativă a concepţiei monetariste şi keynesiste

Deosebirile esenţiale dintre concepţia monetaristă şi concepţia keynesistă pot fi evidenţiate ţinând cont de principalele idei specifice fiecăreia. Astfel:

- **în concepţia monetaristă, oferta de monedă reprezintă factorul principal care determină variaţia PIB nominal pe termen scurt şi a preţurilor pe termen lung.**

Potrivit monetariştilor, principalele variabile macroeconomice (PIB, gradul de ocupare a forţei de muncă, preţurile) sunt influenţate, în primul rând, de oferta de monedă. Prin urmare, *în concepţia monetaristă „numai banii contează"*.

Comparativ, **în concepţia keynesistă, masa monetară are influenţă asupra cererii, producţiei şi preţurilor, însă şi alte variabile** (politica fiscală, exporturile nete etc.) **exercită influenţă**. Astfel, **keynesiştii afirmă „banii contează, dar şi politica fiscală"**.

- **în concepţia monetaristă, preţurile şi salariile sunt relativ flexibile** în raport cu producţia potenţială astfel că modificarea cererii afectează pe termen scurt doar producţia şi utilizarea forţei de muncă, iar pe termen lung este influenţat doar nivelul preţurilor. Monetariştii susţin că modificarea cererii va avea ca rezultat modificarea într-o măsură mai mare a preţurilor decât a cantităţilor.

În concepţia keynesistă, preţurile şi salariile sunt rigide (inflexibile), **cel puţin pe termen scurt**, astfel că modificarea cererii se răsfrânge mai mult asupra producţiei şi angajării forţei de muncă decât asupra preţurilor. În condiţiile în care preţurile şi salariile sunt rigide, ajustarea dintre oferta şi cererea globală se realizează prin cantităţi şi nu prin preţuri (o creştere a cererii determină o creştere a producţiei şi nu o variaţie a preţurilor). La keynesişti, singurul moment în care preţurile cresc este atunci când se atinge nivelul de utilizare deplină a forţei de muncă.

- **stabilitatea sectorului privat.**

În concepţia monetaristă, sectorul privat dispune de capacitate de autoreglare, iar intervenţia statului nu ar face decât să genereze instabilitate economică. Însă, la nivel macroeconomic, monetariştii susţin necesitatea adoptării unor reguli în politica economică, în general, şi în politica monetară, în particular, care să reducă la maximum posibilităţile de intervenţie a factorului de decizie publică în activitatea agenţilor privaţi. Astfel, Milton Friedman a propus aşa-numita *„regulă de aur" a politicii monetare*: creşterea cu o rată constantă a masei monetare, care să menţină stabilitatea preţurilor în economie.

Comparativ, **keynesiştii consideră că economia de piaţă şi-a pierdut capacitatea de autoreglare şi, prin urmare, este necesară intervenţia statului**, care poate să influenţeze economia reală prin adoptarea unor măsuri monetare sau fiscale.

▪ **altă deosebire semnificativă** între cele două mari teorii economice **vizează cererea de monedă şi viteza de circulaţie a monedei**. Astfel, **în concepţia monetaristă**, *cererea de monedă depinde, în principal, de venitul real permanent* (media veniturilor obţinute şi a celor anticipate în viitor, în condiţii normale de activitate), iar *evoluţia ratei dobânzii are un rol secundar*. Potrivit adepţilor monetarismului, viteza de circulaţie a monedei este o mărime relativ stabilă şi previzibilă astfel că variaţiile ofertei de monedă se transformă, fără şocuri majore, în variaţii ale PIB nominal[19].

În concepţia keynesistă, cererea de monedă depinde semnificativ şi de rata dobânzii (nu doar de mărimea venitului), iar viteza de circulaţie a monedei creşte sistematic odată cu creşterea ratei dobânzii, astfel că menţinerea ofertei de monedă la un nivel constant nu este suficientă pentru păstrarea nemodificată a PIB nominal sau real. În teoria keynesistă, rata dobânzii influenţează în acelaşi timp cererea de monedă şi investiţiile şi, astfel, asigură legătura dintre sfera monetară şi sfera reală.

1.5. Mecanisme de transmisie monetară în concepţia keynesistă şi monetaristă

Concepţia keynesistă se diferenţiază de concepţia monetaristă şi prin prisma modului de concepere a mecanismelor de transmitere a impulsurilor monetare.

În concepţia keynesistă există un singur mecanism de transmitere a impulsurilor monetare către sfera (economia) reală, şi anume **variaţia ratei dobânzii**. Astfel, *modificarea ofertei de monedă afectează economia reală numai indirect, prin canalul ratei dobânzii.*

Pentru exemplificarea efectelor politicii monetare asupra economiei reale, presupunem că, autoritatea monetară decide sporirea ofertei de monedă[20] (de pildă, prin cumpărare de titluri de stat). În condiţiile în care oferta de monedă este mai mare comparativ cu cererea, deţinătorii de averi vor constata că au mai mulţi bani decât îşi doresc. Potrivit teoriei keynesiste, firmele şi populaţia vor încerca să-şi cheltuiască surplusul de monedă prin cumpărarea de obligaţiuni. Un asemenea comportament determină, cu excepţia „trapei pentru lichidităţi", scăderea ratei dobânzii, care poate să încurajeze investiţiile şi consumul (a se vedea figura 5). Însă, potrivit concepţiei keynesiste, investiţiile şi consumul sunt mai puţin sensibile la rata dobânzii astfel că se preferă utilizarea politicii fiscale, în locul politicii monetare, pentru influenţarea nivelului producţiei şi a ocupării forţei de muncă.

---

[19] Samuelson, Paul, Nordhaus, William D. – *Economie politică*, Editura Teora, Bucureşti, 2000, p. 725.

[20] sau invers, diminuarea ofertei de monedă.

În condiţiile unei economii deschise, modificarea ofertei de monedă poate să aibă şi un alt efect indirect asupra cheltuielilor[21], astfel: creşterea ofertei de monedă determină scăderea ratei dobânzii, care antrenează ieşiri de capitaluri pe termen scurt. În continuare, efectul este diferit, în funcţie de regimul de curs de schimb (fix sau flexibil) practicat de ţara respectivă (a se vedea figura 5).

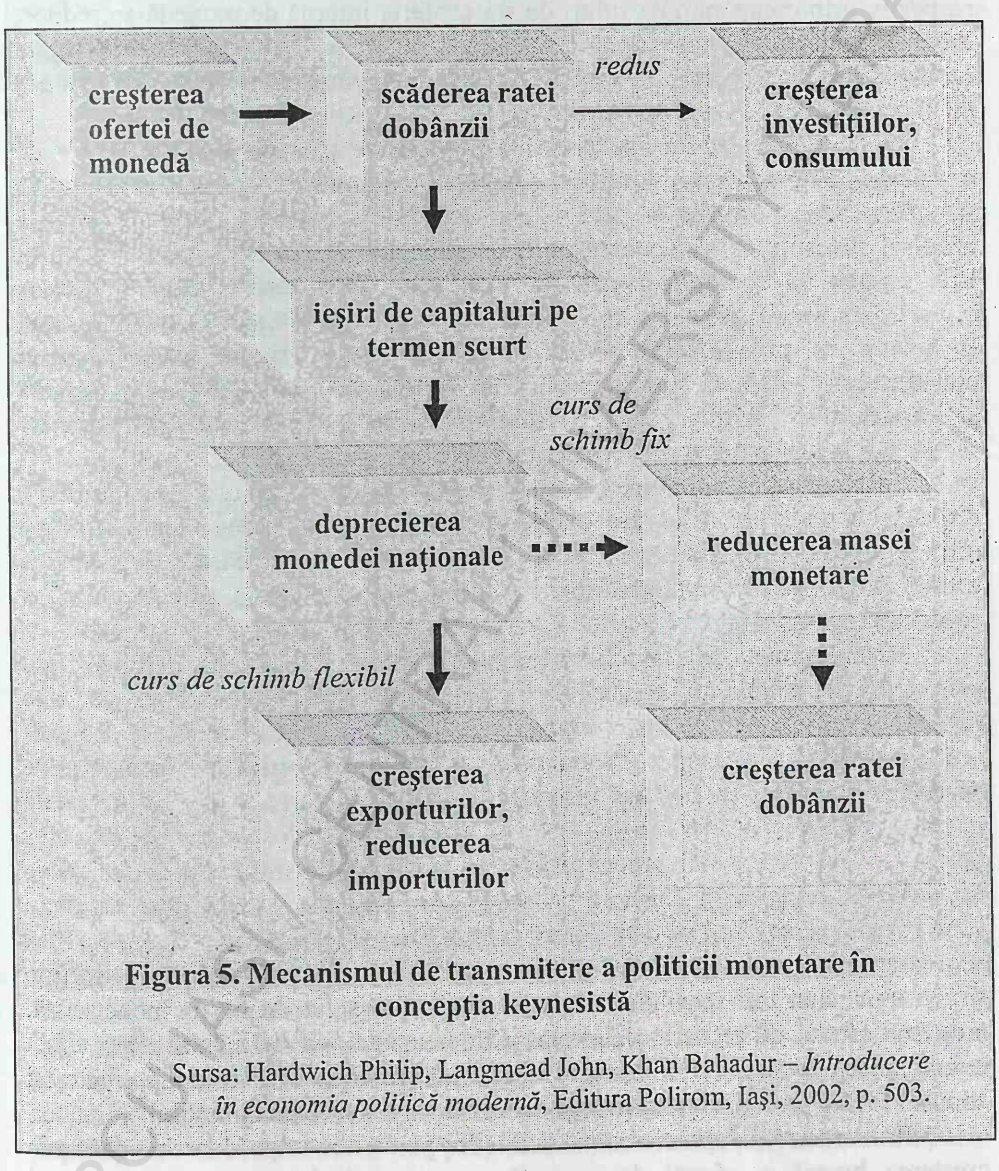


Figura 5. Mecanismul de transmitere a politicii monetare în concepţia keynesistă

Sursa: Hardwich Philip, Langmead John, Khan Bahadur – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, p. 503.

[21] Hardwich, Philip, Langmead, John, Khan, Bahadur – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, p. 503.

În condiţiile practicării unui curs de schimb fix, ieşirile de capitaluri vor determina reducerea ofertei interne de monedă deoarece banca centrală trebuie să intervină pe piaţa valutară în vederea menţinerii cursului de schimb la nivelul fixat. Dacă banca centrală nu intervine pentru a compensa efectul determinat de ieşirile de capitaluri (de pildă, prin operaţiuni de open- market, respectiv prin cumpărare de titluri de stat), oferta internă de monedă se reduce, creşte rata dobânzii, iar economia naţională nu va fi afectată. Prin urmare, *în condiţiile practicării unui curs de schimb fix, creşterea ofertei de monedă nu are un efect de durată asupra economiei reale.*

În condiţiile în care se practică un curs de schimb flexibil, ieşirile de capitaluri pe termen scurt vor antrena deprecierea monedei naţionale, care poate să stimuleze exporturile şi să limiteze importurile. Aceste efecte se adaugă creşterii investiţiilor sau consumului, determinate de scăderea ratei dobânzii. Prin urmare, *în condiţiile practicării unui curs de schimb flexibil, creşterea ofertei de monedă afectează cheltuielile totale prin două modalităţi principale*, şi anume: a) **prin efectul scăderii ratei dobânzii asupra investiţiilor şi consumului**; b) **prin efectul deprecierii monedei naţionale asupra exporturilor şi importurilor**. Astfel, cursul de schimb flexibil poate să amplifice efectele modificării masei monetare interne asupra economiei naţionale.

În concepţia monetaristă, modificarea ofertei de monedă are atât efecte directe, cât şi indirecte asupra cheltuielilor totale (a se vedea figura 6). Prin urmare, monetariştii contestă concepţia keynesistă potrivit căreia modificarea ofertei de monedă influenţează doar indirect cheltuielile totale, prin intermediul canalului ratei dobânzii.

Pentru monetarişti, în condiţiile creşterii ofertei de monedă, deţinătorii de averi (firmele, populaţia) încearcă să-şi cheltuiască surplusul de monedă pe orice tip de active, inclusiv pe bunuri materiale. Astfel, creşterea ofertei de monedă are un efect direct asupra cheltuielilor reale (**mecanismul de transmitere directă a deciziilor de politică monetară**). Pe de altă parte, creşterea ofertei de monedă determină scăderea ratei dobânzii, care antrenează sporirea cheltuielilor de investiţii şi de consum (**mecanismul de transmitere indirectă a deciziilor de politică monetară**). Efectele pe care le antrenează scăderea ratei dobânzii sunt, în general, aceleaşi cu cele din modelul keynesist (prezentat în figura 5), însă sunt considerate mai semnificative deoarece monetariştii consideră că investiţiile şi consumul sunt mai sensibile la rata dobânzii. Totuşi, în concepţia monetaristă, creşterea ofertei de monedă determină scăderea ratei dobânzii, însă acest efect numit **„efect de liciditate"** dispare, fiind contrabalansat de alte două efecte, şi anume **efectul venit şi efectul preţ şi de anticipare a creşterii preţului**[22].

Prin urmare, în aprecierea modificărilor pe care le-ar produce în economie creşterea bruscă a ofertei de monedă, monetariştii iau în considerare trei categorii de efecte: efectul de lichiditate, efectul venit şi efectul preţ şi de anticipare a creşterii preţului.

[22] Brăilean, Tiberiu – *op. cit.*, pp. 124-125.

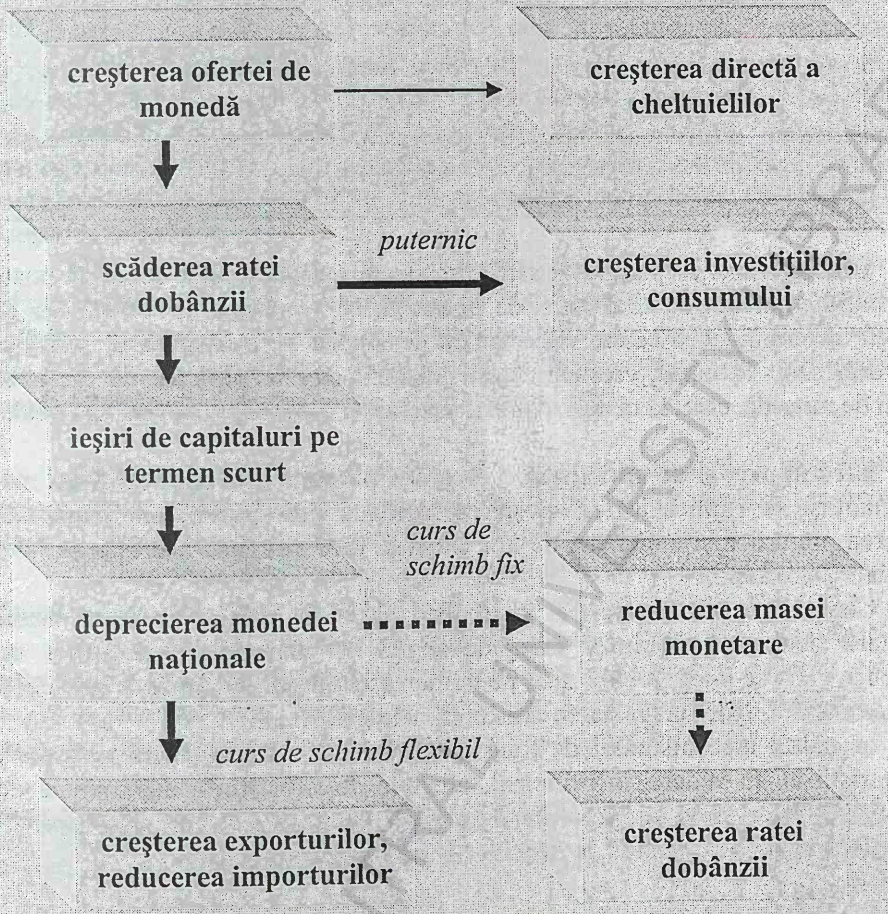


Figura 6. Mecanisme de transmitere a politicii monetare în concepţia monetaristă

Sursa: Hardwich Philip, Langmead John, Khan Bahadur – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, p. 503.

Efectul de lichiditate se manifestă numai în condiţiile în care creşterea ofertei de monedă are loc prin surprindere. Sporirea ofertei de monedă determină scăderea ratei dobânzii, însă aceasta va dura numai atâta timp cât firmele, populaţia nu au observat creşterea preţurilor şi nu fac anticipări asupra inflaţiei.

Mecanismul de transmitere a politicii monetare[23] reprezintă procesul prin care deciziile de politică monetară influenţază economia reală.

Mecanismul de transmitere directă a politicii monetare reflectă impactul direct al modificării ofertei de monedă asupra economiei reale.

Mecanismul de transmitere indirectă a politicii monetare evidenţiază impactul modificării ofertei de monedă asupra economiei reale prin intermediul unor canale (rata dobânzii, cursul de schimb, preţul acţiunilor etc.).

Efectul venit se manifestă astfel: scăderea iniţială a ratei dobânzii poate să stimuleze cererea de consum şi de investiţii, iar producţia şi venitul real să crească, determinând o cerere excedentară de credite şi, prin urmare, creşterea ratei dobânzii. Totodată, creşterea ratei dobânzii este amplificată de creşterea cererii de monedă, care, la rândul său, este determinată de creşterea venitului real.

Efectul preţ şi de anticipare a creşterii preţului este considerat cel mai important şi se explică astfel: creşterea rapidă a masei monetare determină creşterea preţurilor şi anticipări de noi creşteri, care antrenează creşterea ratei nominale a dobânzii.

Comparativ cu concepţia keynesistă, potrivit căreia sporirea masei monetare determină scăderea ratei dobânzii, în concepţia monetaristă un asemenea efect se înregistrează doar pe termen scurt după care politica monetară expansionistă va antrena creşterea ratei nominale a dobânzii.

În cadrul mecanismului de transmitere directă a impulsurilor monetare, monetariştii au în vedere, în principal, **efectele de substituţie** determinate de schimbările intervenite în preţurile relative ale diferitelor active ce aparţin diverselor persoane şi **efectul „avuţiei"** sau (efectul de patrimoniu)[24].

Efectele de substituţie

Pentru a ilustra acest mecanism de transmitere a impulsurilor monetare, presupunem că banca centrală decide să sporească oferta de monedă prin reducerea rezervelor bancare minime obligatorii[25]. În acest context, băncile comerciale dispun de rezerve excedentare, peste nivelul rezervelor obligatorii, care le permite să acorde credite cu dobândă scăzută şi, totodată, să-şi ajusteze structura portofoliului de active pe care îl deţin. Astfel, băncile comerciale utilizează o parte din excesul de lichiditate pentru cumpărarea de titluri de stat, care determină creşterea cursului acestora şi scăderea ratei dobânzii (a câştigului adus de titluri deţinătorilor acestora). Creşterea cursului titlurilor de stat determină agenţii economici din sectorul nebancar să vândă asemenea titluri, primind în schimb monedă. Prin urmare, excesul de lichiditate al băncilor

[23] această problematică este prezentată pe larg în capitolul IV.

[24] Dăianu, Daniel – *op. cit.*, p. 112.

[25] sau invers, banca centrală decide să reducă oferta de monedă prin majorarea rezervelor bancare minime obligatorii.

comerciale este injectat în economie şi se înregistrează creşterea masei monetare.

Totodată, creşterea preţului titlurilor de stat (în general, a preţului activelor financiare) determină agenţii economici care dispun de lichidităţi să se orienteze spre achiziţionarea de bunuri reale (active nefinanciare), ce vor deveni mai scumpe în raport cu bunurile noi, care s-ar putea produce. Creşterea cererii pentru bunurile reale determină sporirea producţiei în sectoarele respective şi creşterea preţurilor.

Prin urmare, impulsul monetar iniţial (decizia băncii centrale de a spori oferta de monedă prin reducerea rezervelor bancare minime obligatorii) este transmis economiei reale prin reajustarea portofoliului de active al deţinătorilor, determinată de variaţiile a două preţuri relative: rata dobânzii la credite şi randamentul activelor financiare (al titlurilor de stat).

Efectul de avuţie (sau efectul de patrimoniu) se explică prin faptul că, atunci când valoarea averii (patrimoniului) publicului variază, se modifică cererea acestuia (de monedă, active financiare sau active reale).

Valoarea nominală a averii (patrimoniului) creşte atunci când autorităţile monetare sporesc oferta de monedă sau atunci când preţul activelor reale creşte.

Orice impuls monetar va influenţa avuţia nominală, fie direct prin intermediul monedei centrale, fie indirect prin intermediul preţului activelor reale după reajustarea structurii portofoliului. Monetariştii apreciază că efectul principal este cel determinat de creşterea valorii capitalului real.

Mecanismul de transmitere a impulsurilor monetare prin efectul avuţiei

Pentru a ilustra acest mecanism reluăm exemplul prezentat la efectele de substituţie şi avem în vedere situaţia în care creşte cursul titlurilor de stat şi se măreşte preţul bunurilor reale existente, care determină creşterea valorii avuţiei agenţilor respectivi. Aceasta, la rândul său, determină intensificarea achiziţiilor, care, însă, se poate realiza prin sporirea volumului creditelor bancare. Creşterea cererii de credite antrenează sporirea ratei dobânzii.

Pe de altă parte, pentru a satisface cererea suplimentară de credite, băncile comerciale sunt nevoite să vândă titluri de stat pentru a-şi complete rezervele de lichidităţi. Astfel, se înregistrează o scădere a cursului titlurilor de stat şi, totodată, creşterea preţului la bunurile noi (care nu se află în proprietatea agenţilor), care determină micşorarea avuţiei şi, implicit, restrângerea achiziţiilor.

În concluzie, *principala deosebire* între mecanismul monetarist de transmitere a impulsurilor monetare şi cel keynesist *constă în efectul direct al variaţiei neanticipate a masei monetare asupra cheltuielilor reale;* potrivit concepţiei keynesiste, transmiterea se realizează numai indirect prin intermediul variaţiei ratei dobânzii.

De asemenea, la monetarişti, rata dobânzii are un rol minor deoarece cererea de monedă are o elasticitate slabă în raport cu rata dobânzii.

În concepţia monetaristă, variaţiile ofertei de monedă influenţează economia reală şi, implicit, gradul de ocupare a forţei de muncă doar pe termen scurt. Pe termen lung, variaţiile ofertei de monedă influenţează numai nivelul general al preţurilor. Astfel, monetariştii susţin ideea de neutralitate a monedei în raport cu variabilele reale (producţia, ocuparea forţei de muncă, salariile reale, ratele reale ale dobânzilor).

Întrebări

1. În ce constă esenţa teoriei cantitative clasice a banilor?
2. Cum se prezintă ecuaţia schimbului (formulată de Irving Fisher) şi ce exprimă?
3. Prezentaţi criticile aduse teoriei cantitative a banilor.
4. Caracterizaţi varianta venit a teoriei cantitative a banilor.
5. Caracterizaţi concepţia clasică cu privire la monedă şi politica monetară.
6. Reprezentaţi grafic şi interpretaţi curba cererii de monedă în concepţia keynesistă.
7. Caracterizaţi concepţia keynesistă asupra monedei şi politicii monetare.
8. Cum definiţi monetarismul?
9. În ce constă esenţa monetarismului Şcolii de la Chicago?
10. Care sunt deosebirile principale dintre concepţia monetaristă şi concepţia keynesistă?
11. Caracterizaţi mecanismul de transmisie monetară în concepţia keynesistă.
12. Caracterizaţi mecanismul de transmisie monetară în concepţia monetaristă.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Bibliografie recomandată

1. Allegret, Jean-Pierre, Courbis, Bernard – *Monnaie et financement*, Editions Vuibert, Paris, 2000;
2. Bailly, Jean-Luc, Caire, Gilles, Figliuzzi, Archangelo, Lelièvre, Valérie – *Économie monétaire et financière*, Editions Bréal, Paris, 2000;
3. Basno, Cezar, Dardac, Nicolae, Floricel, Constantin – *Monedă, credit, bănci*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1994;
4. Brăilean, Tiberiu – *Monetarismul în teoria şi politica economică*, Editura Institutul European, Iaşi, 1998;
5. Dăianu, Daniel – *Echilibrul economic şi moneda*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1993;
6. Faugère, Jean-Pierre – *Moneda şi politica monetară*, Editura Institutul European, Iaşi, 2000;
7. Filip, Gheorghe, Onofrei, Mihaela – *Politici financiare*, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 2000;
8. Friedman, Milton – *Capitalism şi libertate*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1995;
9. Rabin, Alan A. – *Monetary Theory*, Edward Elgar Publishing, 2004;
10. Taşnadi, Alexandru, Doltu, Claudiu – *Monetarismul*, Editura Economică, Bucureşti, 1996;
11. Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
12. Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, Stoica, Ovidiu, Roman, Angela, Dornescu, Valeriu, Chirleşan, Dan – *Monedă şi credit*, Ediţia a III-a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2009;
13. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare,* Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002.

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 2

Politica economică şi obiectivele sale generale

Cuprinsul capitolului

2.1. Politica economică: concept, obiective, componente
2.2. Divergenţe între obiectivele principale ale politicii economice
2.3. Coordonarea politicii monetare cu politica fiscal-bugetară.

Obiective

1. Perceperea conceptului de politică economică
2. Cunoaşterea componentelor şi obiectivelor principale ale politicii economice
3. Înţelegerea raporturilor de convergenţă şi de divergenţă, care se manifestă între obiectivele principale ale politicii economice
4. Înţelegerea necesităţii de a coordona politica monetară cu politica fiscal-bugetară şi perceperea modului de combinare a celor două instrumente de politică economică.

Cuvinte-cheie

Politica economică, obiectivele principale ale politicii economice, componentele politicii economice, „careul magic", policy-mix.

Introducere

În decursul timpului, în strânsă legătură cu realitatea economică, politicii economice i-au fost atribuite mai multe obiective, însă general acceptate sunt: stabilitatea preţurilor, ocuparea forţei de muncă, creşterea economică şi echilibrul balanţei de plăţi externe. Între aceste obiective se manifestă anumite raporturi de convergenţă, dar, mai ales, pe termen scurt, incompatibilităţi, care impun stabilirea de priorităţi în realizarea lor, în funcţie de condiţiile existente în fiecare ţară.

BCU / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2.1. Politica economică: concept, obiective, componente

Politica economică poate fi definită ca **ansamblul deciziilor adoptate de autorităţile publice în scopul prevenirii şi atenuării dezechilibrelor economice, precum şi al asigurării unei creşteri economice stabile şi de durată.**

Pe baza doctrinei economice şi a mutaţiilor survenite în viaţa economică şi socială, se disting mai multe trepte în formularea obiectivelor generale ale politicii economice, şi anume[26]:

- axa politicii clasice;
- triunghiul keynesian;
- careul creşterii armonizate;
- pentagonul noii societăţi;
- hexagonul politicii economice actuale.

Axa politicii clasice

În politica economică clasică, obiectivele principale urmărite erau **stabilitatea preţurilor şi echilibrul balanţei de plăţi externe**. Axa politicii economice clasice reflecta situaţia din secolul al XIX – lea şi din primele trei decenii ale secolului XX.

Triunghiul keynesian

Pe baza concepţiei lui Keynes, politicii economice îi revine un obiectiv nou, şi anume: **deplina ocupare a forţei de muncă**. Prin urmare, celor două obiective ale politicii economice clasice (stabilitatea preţurilor şi echilibrul balanţei de plăţi externe) se adaugă un al treilea obiectiv – **deplina ocupare a forţei de muncă** –, formându-se aşa-numitul triunghi keynesian.

Careul creşterii armonizate

Creşterea economică devine un obiectiv al politicii economice şi se adaugă, astfel, celor trei vârfuri ale triunghiului keynesian, formându-se un patrulater.

Pentagonul noii societăţi

Necesitatea intervenţiei statului în vederea atenuării inegalităţilor sociale a impus conturarea unui nou obiectiv al politicii economice, şi anume **protecţia socială**, care se adaugă celor patru obiective amintite.

Hexagonul politicii economice actuale

Impactul negativ al producţiei şi consumului asupra mediului natural, apariţia unor dezastre ecologice au impus necesitatea intervenţiei statului pentru asigurarea protecţiei mediului natural. În acest context, politicii economice i se atribuie un nou obiectiv, şi anume **protecţia mediului**.

---

[26] Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, pp. 67 – 68.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Obiectivele generale ale politicii economice

Stabilitatea prețurilor — Echilibrul BPE

AXA POLITICII CLASICE

ocuparea deplină a forței de muncă

TRIUNGHIUL KEYNESIAN

Stabilitatea prețurilor — Echilibrul BPE

Creșterea economică — **ocuparea deplină a forței de muncă**

Stabilitatea prețurilor — Echilibrul BPE

CAREUL CREȘTERII ARMONIZATE

Creșterea economică — **ocuparea deplină a forței de muncă** — Stabilitatea prețurilor — Echilibrul BPE — Protecția socială

PENTAGONUL NOII SOCIETĂȚI

Protecția socială — *Creșterea economică* — **ocuparea deplină a forței de muncă** — Stabilitatea prețurilor — Echilibrul BPE — *Protectia mediului*

HEXAGONUL POLITICII ECONOMICE ACTUALE

BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITAR LIBRARY

Potrivit literaturii de specialitate, se manifestă controverse cu privire la obiectivele politicii economice[27]. Astfel, unii autori susţin că protecţia socială trebuie să fie limitată la cei care, în mod obiectiv, nu se pot întreţine. Cu privire la protecţia mediului natural, se susţine că aceasta ar trebui suportată de cei care poluează şi să nu greveze societatea în ansamblul ei.

Prin urmare, **obiectivele principale ale politicii economice, general acceptate**, sunt:

- stabilitatea preţurilor;
- ocuparea forţei de muncă;
- creşterea economică;
- echilibrul balanţei de plăţi externe.

Stabilitatea preţurilor

După cum am menţionat, acest obiectiv a fost specific politicii economice clasice. Începând cu anii 1980, în contextul amplificării fenomenului inflaţionist în majoritatea ţărilor, stabilitatea preţurilor devine obiectivul prioritar al politicii economice. Asigurarea stabilităţii preţurilor prezintă o importanţă deosebită şi în condiţiile actuale deoarece contribuie în bună măsură la realizarea echilibrului economic general.

Stabilitatea preţurilor este definită ca fiind situaţia în care, prin funcţionarea liberă a mecanismelor de piaţă, nivelul general al preţurilor nu creşte cu mai mult de 2 – 4% pe an[28].

Ocuparea forţei de muncă

Ocuparea cât mai completă a forţei de muncă, respectiv o rată a şomajului cât mai scăzută reprezintă un obiectiv principal al politicii economice în orice ţară.

Definirea unei rate acceptabile a şomajului prezintă dificultăţi, ca urmare a controverselor manifestate între economişti.

În funcţie de cauzele care îl determină, se disting trei tipuri principale de şomaj, şi anume[29]: **şomajul fricţional**, care apare datorită persoanelor care îşi schimbă locul de muncă; **şomajul structural** cauzat de modificările structurale care au loc într-o economie; **şomajul keynesian** (numit şi şomaj ciclic) determinat de restrângerea sau scăderea cererii de bunuri şi servicii.

Ocuparea deplină a forţei de muncă ar presupune situarea ratei şomajului la un nivel apropiat de şomajul fricţional. Prin urmare, obiectivul de referinţă în fundamentarea măsurilor de politică economică poate fi considerat ca fiind situaţia de pe piaţa forţei de muncă în care numărul locurilor de muncă vacante disponibile este aproximativ egal cu numărul şomerilor[30].

---

[27] Turliuc, Vasile – *op. cit.*, pp. 68 – 69.
[28] Isărescu, Mugur – *Reflecţii economice*, vol. I, Editura Expert, Bucureşti, 2001, p. 153.
[29] Chiriţă, Nora, Scarlat, Emil – *Politici macroeconomice*, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p. 69.
[30] Isărescu, Mugur – *op. cit.*, p. 154.

Creșterea economică

Creșterea economică reprezintă un obiectiv principal al politicii economice și contribuie la ridicarea nivelului de trai, reducerea sărăciei. **Principalii factori care determină creșterea economică a unei țări sunt:** creșterea forței de muncă, creșterea stocului de capital (prin investiții) și progresul tehnic (tehnologii de producție și echipamente îmbunătățite, perfecționarea pregătirii profesionale, invenții etc.).

Creșterea economică este cuantificată, cel mai adesea, prin creșterea produsului intern brut real, creșterea anuală a PIB pe locuitor, productivitatea muncii pe om/oră.

Echilibrul balanței de plăți externe

Balanța de plăți externe reprezintă un tablou economic care reflectă încasările și plățile în valută din schimburile internaționale de mărfuri și servicii, precum și din mișcările de capital, dintr-o anumită perioadă de timp[31].

În mod sintetic, balanța de plăți externe a unei țări cuprinde două componente principale:

- **balanța contului curent**, care reflectă încasările și plățile în valută din tranzacții cu bunuri, servicii, venituri și transferuri;
- **balanța contului de capital**, care cuprinde intrările și ieșirile de valută legate de mișcările de capital pe termen scurt, mediu și lung.

Balanța de plăți externe a unei țări poate să fie: **echilibrată** (când încasările în valută sunt egale cu plățile în valută), **activă sau excedentară** (încasările în valută sunt mai mari decât plățile) și **pasivă sau deficitară** (încasările sunt mai mici decât plățile). Teoretic, balanța de plăți externe este întotdeauna echilibrată deoarece în cazul unui excedent acesta se poate valorifica prin consolidarea rezervei valutare, plasamente în valută și titluri, iar în cazul unui deficit, acesta se poate acoperi pe seama rezervelor valutare, prin atragerea de investiții străine sau prin contractarea de împrumuturi.

Asigurarea echilibrului balanței de plăți externe reprezintă un obiectiv principal al politicii economice a oricărui stat. Corectarea deficitului sau excedentului balanței de plăți externe se poate realiza prin instrumente de politică economică. De pildă, în cazul în care balanța de plăți externe este deficitară se poate acționa prin promovarea unei politici monetare restrictive, care antrenează creșterea ratelor de dobândă și, astfel, se înregistrează reducerea investițiilor, a veniturilor, importurilor și creșterea intrărilor de capital. În cazul unui excedent al balanței de plăți externe, se poate interveni prin promovarea unei politici monetare expansioniste, care determină reducerea ratelor de dobândă și, astfel, se stimulează investițiile, veniturile, importurile și se înregistrează ieșiri de capitaluri din țară.

Pentru realizarea obiectivelor principale ale politicii economice, autoritățile publice utilizează anumite **instrumente**, care sunt reprezentate de

[31] Voinea, Gheorghe – *Mecanisme și tehnici valutare și financiare internaționale*, Editura Sedcom Libris, Iași, 2003, p. 336.

componentele politicii economice (a se vedea figura 7), printre care se disting, în principal: **politica monetară, politica fiscal- bugetară, politica veniturilor** şi **politica comercială.**

În utilizarea instrumentelor politicii economice se are în vedere respectarea unor principii (reguli), şi anume:

a) **principiul coerenţei** (sau regula lui Tinbergen), conform căruia *politica economică trebuie să utilizeze cel puţin tot atâtea instrumente câte obiective urmăreşte*;

b) **principiul eficienţei** (sau regula lui Mundell), conform căruia *pentru realizarea unui obiectiv de politică economică trebuie să se utilizeze acel instrument care prezintă eficacitatea cea mai mare faţă de celelalte instrumente.*

Componentele politicii economice se diferenţiază între ele în funcţie de obiectivele specifice (intermediare) vizate de fiecare, de instrumentele utilizate, însă ele sunt menite să contribuie la realizarea obiectivelor politicii economice. Deşi componentele politicii economice dispun de o relativă independenţă, între ele se manifestă raporturi de interdependenţă.

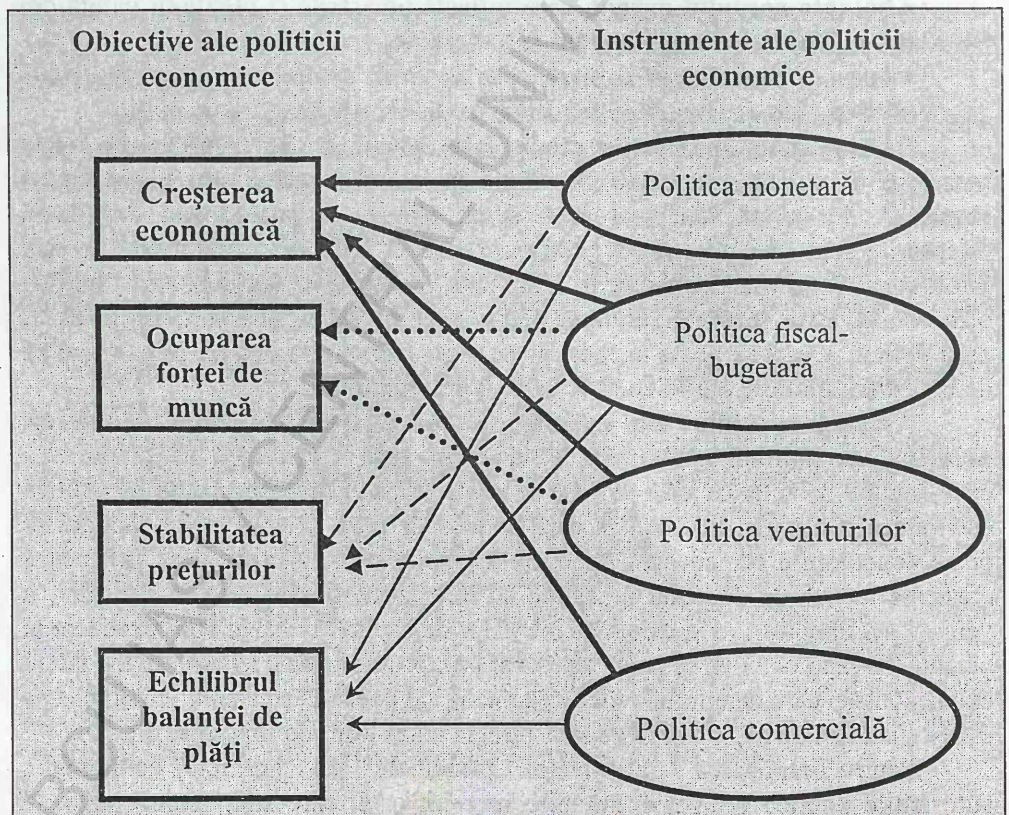


Figura 7. Corelaţia dintre obiectivele şi instrumentele politicii economice

Sursa: Eugen Rădulescu - *Inflaţia, marea provocare*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1999, p. 11.

În cadrul componentelor politicii economice **un rol prioritar îl au politicile monetare şi fiscal- bugetare**, însă ele nu sunt folosite singular ci se combină cu alte instrumente de politică economică, conturându-se aşa – numitele **politici mixte**[32] (policy – mix). Acestea din urmă au în vedere atât combinarea optimă a politicii monetare şi fiscal- bugetare cât şi manevrarea cursului de schimb, iar uneori controlul mişcărilor de capital, influenţarea preţurilor etc.

2.2. Divergenţe între obiectivele principale ale politicii economice

Obiectivele principale ale politicii economice, general acceptate (stabilitatea preţurilor, ocuparea forţei de muncă, creşterea economică şi echilibrul balanţei de plăţi externe) **formează** aşa-numitul – **„careu magic"** (a se vedea figura 8 şi caseta de mai jos), definit astfel de economistul englez Nicholas Kaldor (1971), întrucât este dificilă atingerea lor simultană.

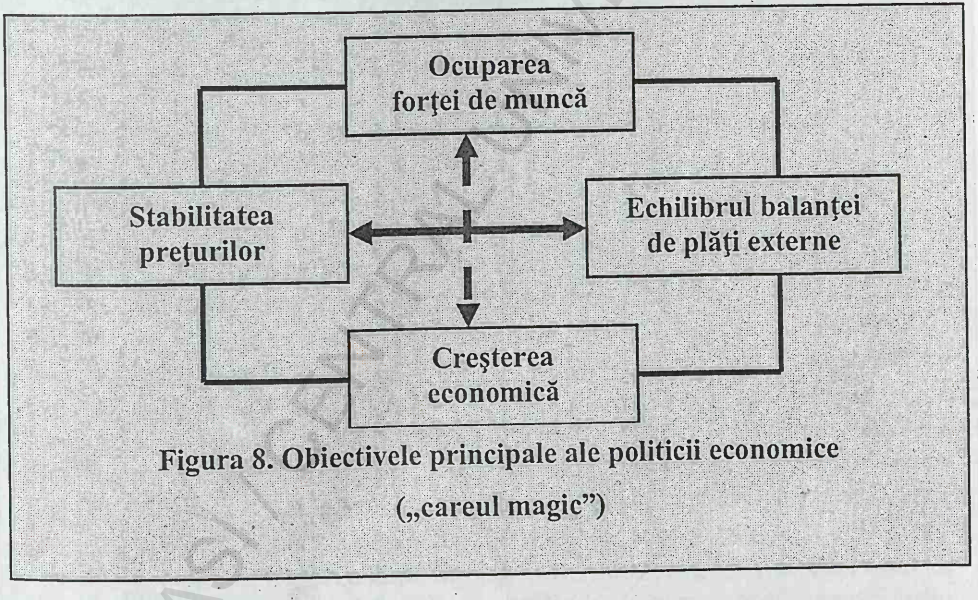


Figura 8. Obiectivele principale ale politicii economice („careul magic")

Între obiectivele principale ale politicii economice se manifestă anumite raporturi de convergenţă, şi anume: *creşterea economică favorizează ocuparea forţei de muncă*, iar *stabilitatea preţurilor contribuie la echilibrul balanţei de plăţi externe*. Însă, problema principală vizează existenţa unor incompatibilităţi, cel puţin pe termen scurt, între obiectivele principale ale politicii economice. De pildă, obiectivul de creştere economică este compatibil

[32] Dăianu, Daniel – *Funcţionarea economiei şi echilibrul extern*, Editura Academiei Române, Bucureşti, 1992, p. 71.

cu cel al ocupării forţei de muncă, însă intră în conflict cu stabilitatea preţurilor şi echilibrul balanţei de plăţi externe. Creşterea economică permite sporirea gradului de ocupare a forţei de muncă, a PIB. Pe de altă parte, creşterea economică antrenează presiuni asupra creşterii preţurilor (inflaţie) şi stimulează importurile, cel puţin pe termen scurt.

Obiectivele principale ale politicii economice („careul magic")

În reprezentarea grafică a „careului magic" se au în vedere patru indicatori, care reflectă starea de sănătate a economiei unei ţări, şi anume: rata de creştere economică, rata şomajului, rata inflaţiei şi soldul balanţei de plăţi externe. Aceşti indicatori se reprezintă pe două axe rectangulare, scalate diferenţiat, în funcţie de mărimea caracteristică fiecărui indicator. Figura de mai jos reflectă situaţia favorabilă a unei economii, când rata de creştere economică este semnificativă, şomajul este inexistent, rata inflaţiei este zero, iar soldul balanţei de plăţi este excedentar.

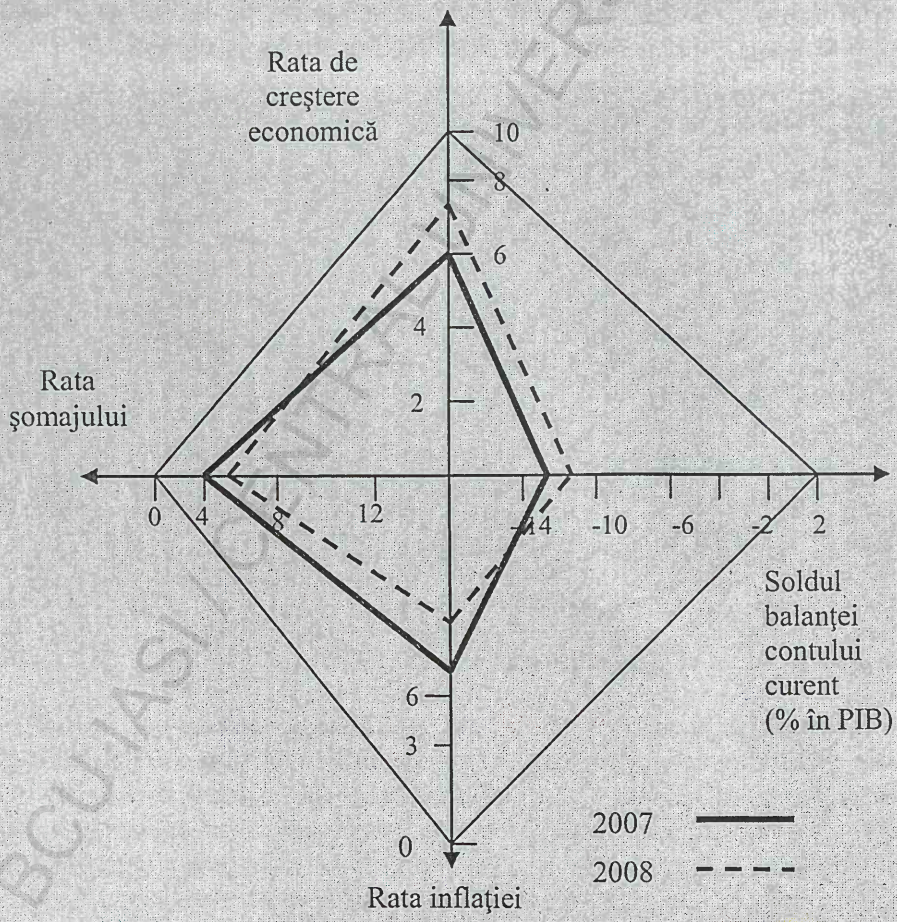


Figura 9: „Careul magic" (pe exemplul economiei româneşti)

Reprezentarea grafică a celor patru indicatori macroeconomici prezintă importanţă în analiza performanţelor economice înregistrate de diferite ţări sau în analiza performanţelor economice obţinute de o ţară în diferite perioade de timp.
Patrulaterul din interiorul „careului magic" reflectă rezultatele economiei româneşti la nivelul anilor 2007, 2008 (a se vedea tabelul 1). Comparând rezultatele efective ale economiei româneşti cu „careul magic" se constată o situaţie foarte îndepărtată de modelul ideal.

Tabelul 1: Evoluţia principalilor indicatori macroeconomici, în România, în perioada 2007 - 2008

Ani	Variaţia anuală a PIB real[1] (%)	Rata şomajului (%)	Rata anuală a inflaţiei (%)	Deficitul de cont curent (% în PIB)
2007	6,2	4,0	6,57	13,5
2008	7,1	4,4	6,30	12,3

[1)] 2007- date semidefinitive; 2008- date provizorii

Sursa: BNR - *Raport anual*, 2008; BNR - *Buletinul lunar*, nr. 5, 2009

Din figura 9 se constată divergenţele dintre obiectivele principale ale politicii economice: atunci când economia naţională se apropie de atingerea unui obiectiv, se îndepărtează de celelalte.

Relaţia dintre creşterea economică şi stabilitatea preţurilor constituie subiectul unor controverse. Astfel, o mare parte a economiştilor susţin **imposibilitatea asigurării unei creşteri economice pe termen lung fără menţinerea stabilităţii preţurilor**, deoarece inflaţia frânează creşterea economică. Astfel, în condiţii de inflaţie se diminuează tendinţa de economisire, care determină reducerea investiţiilor, producţiei şi, prin urmare, are loc scăderea gradului de ocupare a forţei de muncă, a veniturilor, care, la rândul lor, antrenează scăderea cererii de bunuri şi servicii. Pe de altă parte, creşterea preţurilor interne face ca produsele naţionale să fie mai puţin competitive pe pieţele externe şi astfel, se diminuează exporturile, se restrânge activitatea întreprinderilor exportatoare, care, la rândul său, antrenează scăderea activităţii altor întreprinderi (care apar în calitate de furnizori pentru întreprinderile exportatoare). Prin urmare, întreaga economie este afectată, înregistrându-se şi o creştere a şomajului. De asemenea, inflaţia determină, prin deprecierea monedei naţionale, scumpirea importurilor; în condiţiile în care se importă materii prime se manifestă aşa-numita inflaţie importată (prin costul materiilor prime).

Alţi economişti susţin că **inflaţia poate să favorizeze creşterea economică** în condiţiile în care rata inflaţiei înregistrează un nivel scăzut. Un asemenea argument are în vedere situaţia în care creşterea cererii pentru bunuri şi servicii, în condiţiile folosirii depline a forţei de muncă, stimulează întreprinderile să-şi sporească producţia, să efectueze noi investiţii.

Alte puncte de vedere, situate între cele două extreme amintite, consideră că inflaţia, deşi nu favorizează creşterea economică, este un fenomen care o însoţeşte inevitabil. Astfel, o creştere economică consistentă presupune, ca o condiţie prealabilă, ocuparea deplină a forţei de muncă, iar aceasta ar conduce la inflaţie.

Obiectivul stabilităţii preţurilor este în contradicţie, pe termen scurt (dar, nu şi pe termen lung), **cu obiectivul creşterii gradului de ocupare a forţei de muncă**[33]. În condiţiile în care economia este în expansiune, iar şomajul în scădere, rata inflaţiei va avea tendinţa de creştere. Dacă banca centrală nu intervine prin majorarea ratei dobânzii, economia se va supraîncălzi şi astfel se va stimula inflaţia. În condiţiile în care banca centrală va majora rata dobânzi în vederea diminuării cererii de bunuri şi servicii, rata şomajului va creşte (pe termen scurt).

În concluzie, **divergenţele care se manifestă între obiectivele principale ale politicii economice impun stabilirea unor priorităţi** în realizarea acestora. Astfel, în condiţii de inflaţie accelerată, obiectivul prioritar poate să fie stabilitatea preţurilor cu riscul scăderii gradului de ocupare a forţei de muncă şi a deteriorării creşterii economice. În perioadele de recesiune economică, creşterea economică şi ocuparea deplină a forţei de muncă pot să devină obiective prioritare.

Pe de altă parte, economiştii acceptă ideea cercului virtuos, respectiv posibilitatea ca, fără să se urmărească rezultate maxime pentru fiecare obiectiv în parte, creşterea economică, ocuparea forţei de muncă, stabilitatea preţurilor şi echilibrul balanţei de plăţi externe să poată fi aduse concomitent la niveluri rezonabile, prin combinarea adecvată a măsurilor de politică economică[34]. De asemenea, se acceptă şi existenţa cercului vicios, în care apar, se menţin şi se agravează reciproc performanţe slabe la fiecare dintre cele patru obiective urmărite.

2.3. Coordonarea politicii monetare cu politica fiscal-bugetară

Până în anii '80, intervenţia statului în economie a avut ca fundament teoretic combinarea teoriei lui Keynes cu teoria neoclasică. **Modelul de referinţă** care permite analiza coordonării politicii monetare cu politica fiscal-bugetară este **modelul IS–LM** elaborat de economiştii Hicks şi Hansen.

Modelul IS–LM evidenţiază formarea echilibrului global prin interacţiunea dintre sfera reală (investiţie – economisire, IS) şi sfera monetară (cererea – oferta de monedă, LM).

Echilibrul în sfera reală (pe piaţa bunurilor şi serviciilor), **între investiţii (I) şi economisire (S), este redat de curba IS** (investements-saving). Aceasta reprezintă combinaţiile dintre ratele dobânzii (i) şi nivelul venitului global (y), care asigură echilibrul în sfera reală (pe piaţa bunurilor şi serviciilor).

---

[33] Isărescu, Mugur – *op. cit.*, p. 156.

[34] Isărescu, Mugur – *op. cit.*, pp. 157 – 158.

Construcţia curbei IS se bazează pe următoarele relaţii:

✓ economisirea şi investiţia sunt egale (S=I);

✓ economisirea depinde de mărimea venitului - S(y) – şi este o funcţie crescătoare a acestuia;

✓ investiţia depinde de rata dobânzii – I(i) – şi este o funcţie descrescătoare a acesteia.

Astfel, scăderea ratei dobânzii determină creşterea investiţiei, care antrenează creşterea nivelului venitului şi, deci, a economisirii. Prin urmare, curba IS exprimă relaţia dintre rata dobânzii (i) şi nivelul venitului global (y), având o pantă (înclinaţie) negativă (a se vedea figura de mai jos), respectiv o scădere a ratei dobânzii determină o creştere a venitului global.

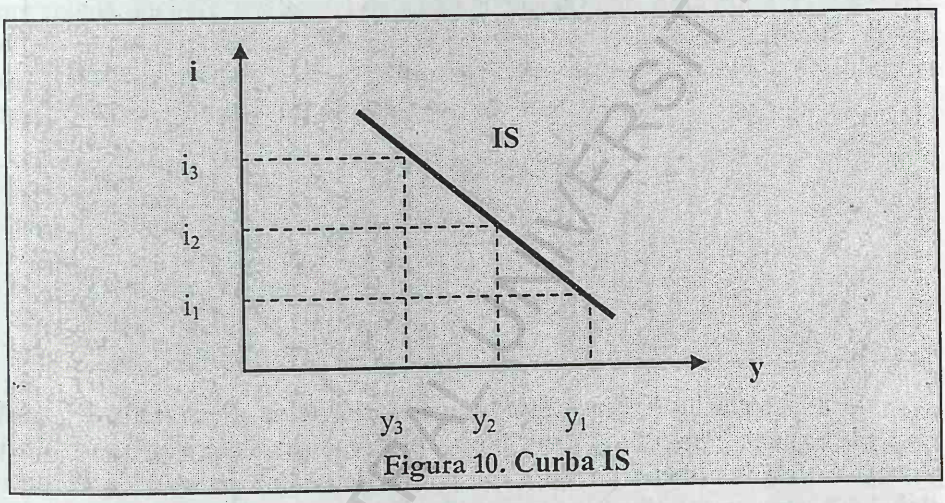


Figura 10. Curba IS

A doua expresie a echilibrului din modelul IS – LM este **echilibrul în sfera monetară** (pe piaţa monetară), între cererea de monedă (L) şi oferta de monedă (M).

Cererea de monedă (sau de lichidităţi – concept specific lui Keynes) este formată din:

✓ **cererea de monedă pentru tranzacţii (L1)**, care depinde de mărimea venitului (y), fiind o relaţie crescătoare a acestuia;

✓ **cererea de monedă pentru speculaţii (L2)**, care depinde de rata dobânzii (i), relaţia fiind descrescătoare.

Oferta de monedă (M) este considerată exogenă, determinată de autoritatea monetară. Egalitatea dintre cererea de monedă şi oferta de monedă se poate exprima astfel:

$$L1(y) + L2(i) = M$$

Curba LM exprimă, pentru o cantitate de monedă dată (ofertă de monedă neschimbată), relaţia dintre cererea totală de monedă (L) şi nivelul venitului (y). Pentru o ofertă de monedă neschimbată, orice creştere a nivelului venitului va

determina creşterea cererii de monedă pentru tranzacţii, care se va face în defavoarea cererii de monedă pentru speculaţii, antrenând o creştere a ratei dobânzii.

Prin urmare, pe piaţa monetară, venitul (y) apare ca o funcţie crescătoare a ratei dobânzii (i).

Astfel, curba LM reprezintă combinaţiile dintre ratele dobânzii (i) şi nivelul venitului (y), care asigură echilibrul pe piaţa monetară, având o pantă (înclinaţie) pozitivă (a se vedea figura de mai jos).

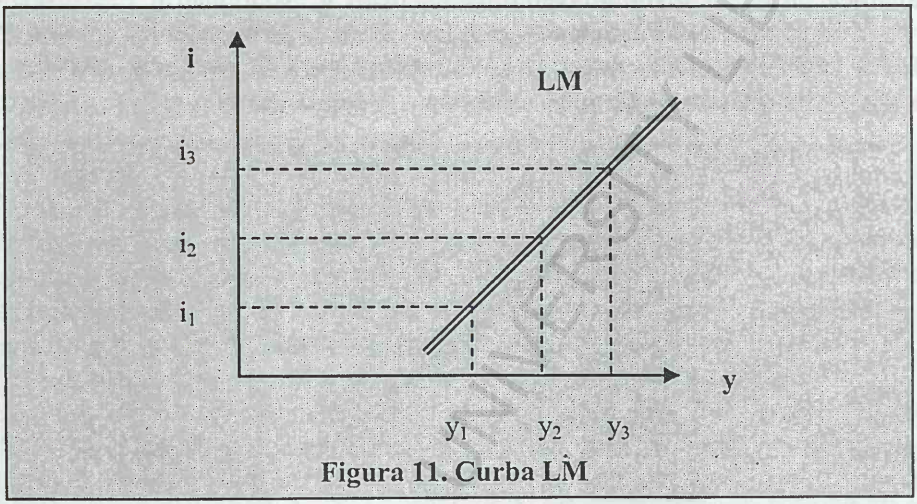


Figura 11. Curba LM

În concepţia lui Keynes, prin atingerea simultană a echilibrului pe cele două pieţe (piaţa bunurilor şi serviciilor – piaţa monetară) se asigură echilibrul global. Astfel, intersecţia curbelor IS şi LM determină punctul de echilibru global (E), care arată valorile pe care trebuie să le aibă atât rata dobânzii, cât şi venitul pentru a se asigura simultan echilibrul pe cele două pieţe (figura12).

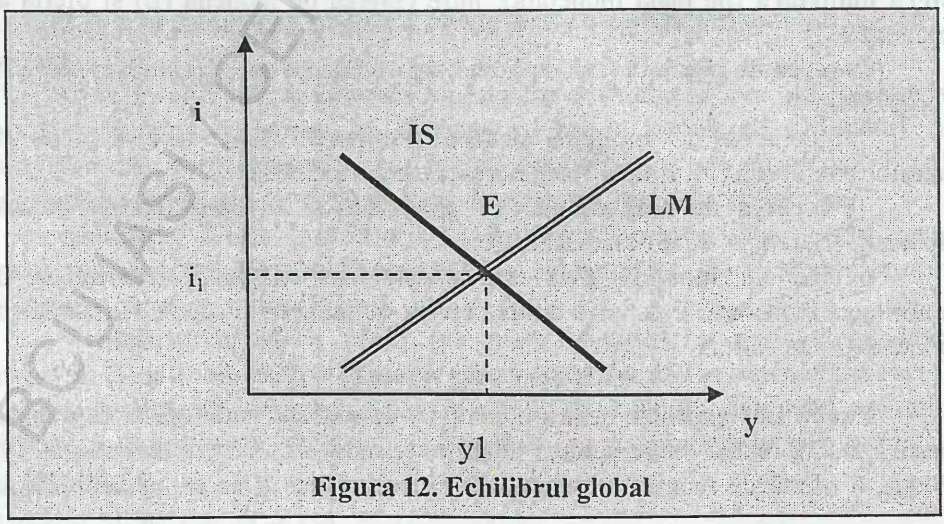


Figura 12. Echilibrul global

Modelul IS–LM reflectă relaţiile de interdependenţă dintre echilibrul pe piaţa bunurilor, serviciilor şi echilibrul pe piaţa monetară. Acest model permite analiza intervenţiilor posibile ale statului, fie prin intermediul politicii fiscal-bugetare pentru a influenţa sfera reală, fie prin intermediul politicii monetare pentru a influenţa sfera monetară, fie prin combinarea celor două tipuri de politici.

De pildă, dacă *statul urmăreşte relansarea economiei sau stimularea creşterii economice, poate să promoveze o politică fiscal-bugetară expansionistă* (creşterea cheltuielilor guvernamentale şi/sau reducerea fiscalităţii). Acest tip de politică determină o creştere a cererii globale şi deplasează curba IS spre dreapta la IS' (figura13), iar noul punct de intersectare (A) al celor două curbe corespunde unei creşteri a ratei dobânzii şi unei creşteri a venitului. Prin urmare, politica fiscal-bugetară expansionistă determină – dacă masa monetară rămâne neschimbată – creşterea ratei dobânzii, care va avea ca efect descurajarea investiţiei private, rezultând un efect de evicţiune.

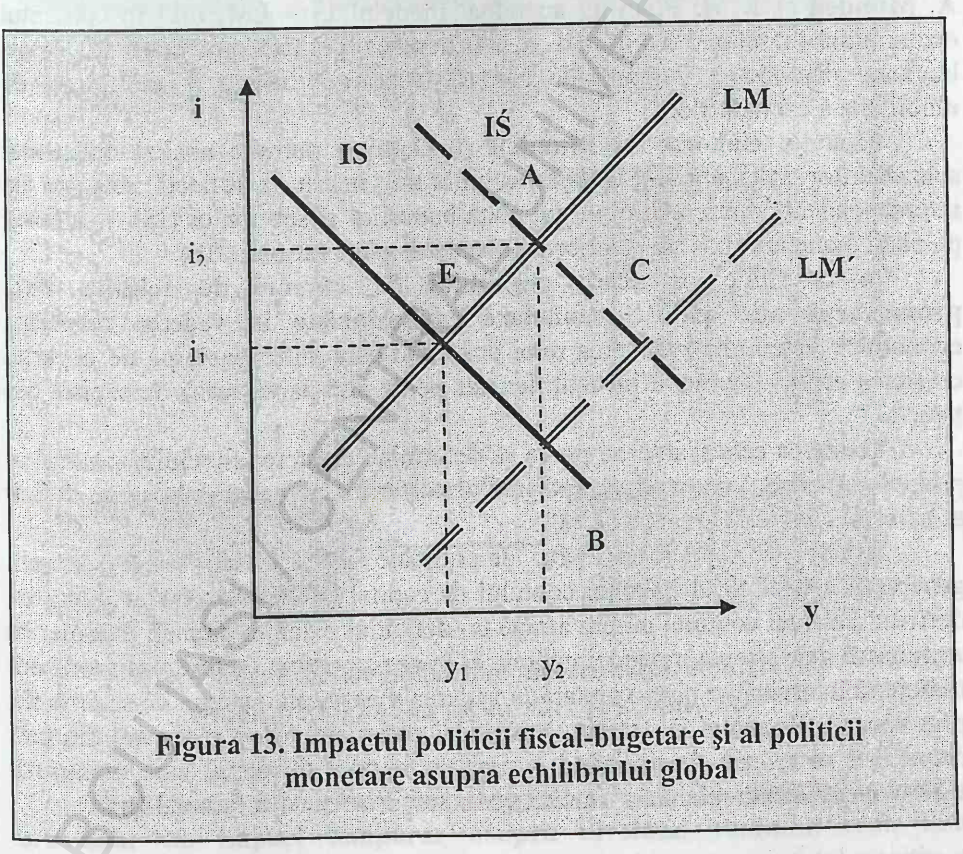


Figura 13. Impactul politicii fiscal-bugetare şi al politicii monetare asupra echilibrului global

Dacă, dimpotrivă, se acţionează prin **promovarea unei politici monetare expansioniste**, aceasta se exprimă prin deplasarea curbei LM spre dreapta la LM' (figura 13). Noul punct de intersectare (B) al curbei LM' cu IS corespunde

unei scăderi a ratei dobânzii şi unei creşteri a venitului. Creşterea ofertei de monedă determină scăderea ratei dobânzii, care antrenează creşterea investiţiilor, a nivelului producţiei şi sporirea venitului global. Însă, aceste efecte pozitive se înregistrează în condiţiile în care creşterea masei monetare determină efectiv scăderea ratei dobânzii, iar investiţiile sunt sensibile la variaţia ratei dobânzii.

În condiţiile în care se acţionează prin **combinarea celor două instrumente de politică economică**, noul punct de intersectare (C) al celor două curbe este situat mai la dreapta (comparativ cu celelalte puncte de intersecţie) şi reflectă obţinerea unui venit mai mare (comparativ cu cele două situaţii prezentate anterior).

Prin urmare, **combinarea politicii fiscal-bugetare expansioniste cu politica monetară expansionistă ar avea o eficacitate mai mare comparativ cu situaţiile în care ele s-ar utiliza singular**.

Unul dintre neajunsurile principale ale modelului IS – LM îl reprezintă neglijarea relaţiilor de schimb ale unei ţări cu exteriorul. Astfel, **economiştii R. A. Mundell şi J. M. Fleming** au reluat modelul IS – LM, însă în contextul economiilor deschise, subliniind că eficacitatea politicii monetare şi fiscal-bugetare depinde de regimul de curs de schimb practicat şi de gradul de mobilitate a capitalurilor.

Modelul elaborat de Mundell şi Fleming permite analiza influenţei schimburilor internaţionale asupra echilibrului intern şi reflectă relaţiile de interdependenţă dintre echilibrul pe piaţa bunurilor şi serviciilor (IS), echilibrul pe piaţa monetară (LM) şi echilibrul balanţei de plăţi externe (BP).

În condiţiile practicării **regimului de cursuri de schimb fixe, promovarea unei politici monetare expansioniste** în vederea relansării economiei, determină reducerea ratei dobânzii, care antrenează, pe de o parte, creşterea cererii interne, a investiţiilor, iar pe de altă parte, ieşiri de capital din ţară.

Creşterea cererii interne poate să determine creşterea nivelului general al preţurilor (inflaţie) şi, totodată, sporirea importurilor, înregistrându-se un deficit al balanţei contului curent (BCC<0).

Ieşirile de capital din ţară, determinate de scăderea ratei dobânzii, generează un deficit al balanţei contului de capital (BCK<0), care conjugat cu deficitul balanţei contului curent atrage un deficit al balanţei de plăţi externe, ce antrenează deprecierea monedei naţionale. În acest context, autoritatea monetară trebuie să intervină pe piaţa valutară în vederea menţinerii cursului de schimb fix prin vânzare de valută în schimbul monedei naţionale. Masa monetară din ţara respectivă se reduce determinând o creştere a ratei dobânzii, care atenuează efectul iniţial de stimulare a relansării economiei (a se vedea figura 14).

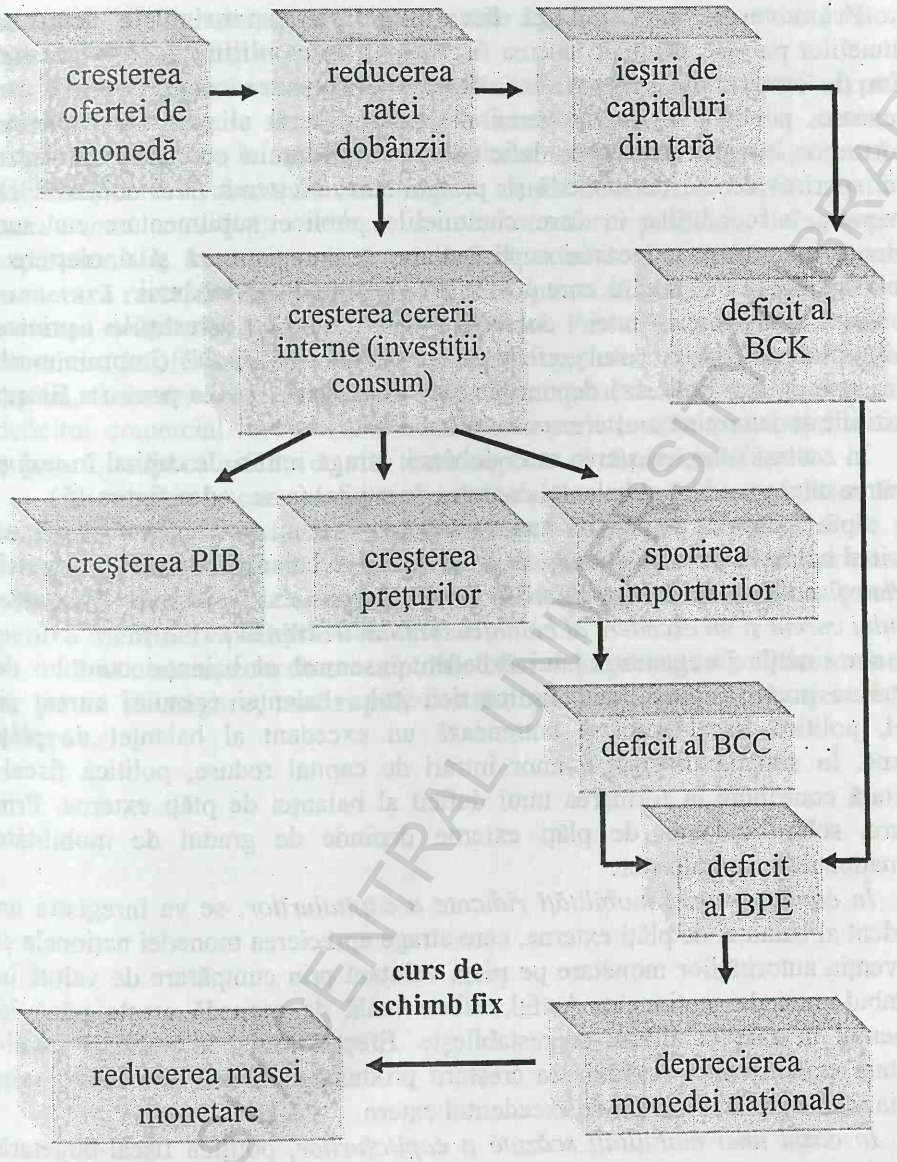


Figura 14. Efectele politicii monetare expansioniste în condiţiile regimului de cursuri de schimb fixe

Prin urmare, **în regimul de cursuri de schimb fixe, politica monetară are doar un impact temporar asupra nivelului venitului real,** fiind considerată ineficientă pe termen lung. Aceasta deoarece impactul pozitiv al intervenţiei autorităţii monetare va fi anulat de cel determinat de intervenţiile pe piaţa valutară în scopul menţinerii cursului de schimb la nivelul fixat.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Promovarea unei politici fiscal-bugetare expansioniste (creşterea cheltuielilor publice şi/sau reducerea fiscalităţii), **în condiţiile practicării unui regim de cursuri de schimb fixe**, determină creşterea cererii interne, care antrenează, pe de o parte, creşterea nivelului general al preţurilor, sporirea importurilor, înregistrându-se un deficit al balanţei contului curent, iar pe de altă parte, sporirea cererii de monedă şi, prin urmare, creşterea ratei dobânzii. De asemenea, în condiţiile în care cheltuielile publice suplimentare nu sunt acoperite integral prin încasări suplimentare, se înregistrează şi o creştere a nevoii de finanţare a statului, care determină creşterea ratei dobânzii.

Însă, creşterea ratei dobânzii descurajează investiţiile private, manifestându-se aşa numitul „efect de evicţiune financiară" (împrumuturile contractate de stat limitează depunerile care rămân disponibile pentru a finanţa investiţiile şi determină creşterea costului creditului).

În acelaşi timp, creşterea ratei dobânzii atrage intrări de capital în ţară şi formarea unui excedent al balanţei contului de capital (a se vedea figura 15).

Spre deosebire de politica monetară expansionistă, care antrenează atât un deficit al balanţei contului curent, cât şi un deficit al balanţei contului de capital, *politica fiscal-bugetară expansionistă poate să genereze un deficit al balanţei contului curent şi un excedent al balanţei contului de capital.*

În situaţia înregistrării unui excedent însemnat al balanţei contului de capital se poate asigura compensarea deficitului balanţei contului curent şi, astfel, politica fiscal-bugetară antrenează un excedent al balanţei de plăţi externe. În situaţia inversă, a unor intrări de capital reduse, politica fiscal-bugetară contribuie la formarea unui deficit al balanţei de plăţi externe. Prin urmare, soldul balanţei de plăţi externe depinde de gradul de mobilitate internaţională a capitalurilor.

În condiţiile unei mobilităţi ridicate a capitalurilor, se va înregistra un excedent al balanţei de plăţi externe, care atrage aprecierea monedei naţionale şi intervenţia autorităţilor monetare pe piaţa valutară prin cumpărare de valută în schimbul monedei naţionale. Astfel, oferta reală de monedă creşte până în momentul în care echilibrul se restabileşte. Efectul iniţial al politicii fiscal-bugetare expansioniste (stimularea creşterii produsului intern) este întărit prin creaţia monetară determinată de excedentul extern.

În cazul unei mobilităţi scăzute a capitalurilor, politica fiscal-bugetară expansionistă va atrage intrări mai reduse de capital, care nu pot să asigure un excedent al balanţei contului de capital astfel încât să acopere deficitul balanţei contului curent rezultat din creşterea cererii interne de bunuri şi servicii. Deficitul balanţei de plăţi externe determină deprecierea monedei naţionale, iar autoritatea monetară trebuie să intervină pe piaţa valutară prin vânzarea de valută în schimbul monedei naţionale. Astfel, se reduce oferta de monedă, care atrage creşterea ratei dobânzii, până în momentul în care balanţa de plăţi se echilibrează. Efectul stimulatoriu al politicii fiscal-bugetare expansioniste asupra produsului intern este atenuat de către deficitul extern ce implică restricţii

monetare (diminuarea masei monetare, care determină creşterea ratei dobânzii şi descurajarea investiţiilor).

În concluzie, **în condiţiile practicării cursurilor de schimb fixe**, politica monetară nu permite să se acţioneze eficient asupra echilibrului intern, însă poate să contribuie la realizarea echilibrului extern, întrucât influenţează rata dobânzii, care la rândul său are impact asupra contului de capital. Astfel, *în cazul unei mobilităţi reduse a capitalurilor*, **politica fiscal-bugetară expansionistă**, care generează un deficit extern, **combinată cu o politică monetară restrictivă promovată simultan, poate să asigure condiţiile pentru evitarea deficitului balanţei de plăţi externe**. Prin măsuri monetare restrictive cu privire la oferta de monedă se determină creşterea ratei dobânzii, intrări de capital, formarea unui excedent al balanţei contului de capital ce compensează deficitul comercial rezultat din stimularea cererii interne prin politica fiscal-bugetară, astfel că balanţa de plăţi externe poate să rămână echilibrată.

În situaţia în care *mobilitatea capitalurilor este ridicată*, **politica fiscal-bugetară expansionistă, care generează un excedent al balanţei de plăţi externe, combinată cu o politică monetară expansionistă promovată simultan**, care limitează creşterea ratei dobânzii, **poate să asigure condiţiile pentru menţinerea echilibrului extern.**

Prin urmare, **coordonarea politicii fiscal-bugetare cu politica monetară ar putea să asigure, mai rapid, restabilirea echilibrului balanţei de plăţi externe.**

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

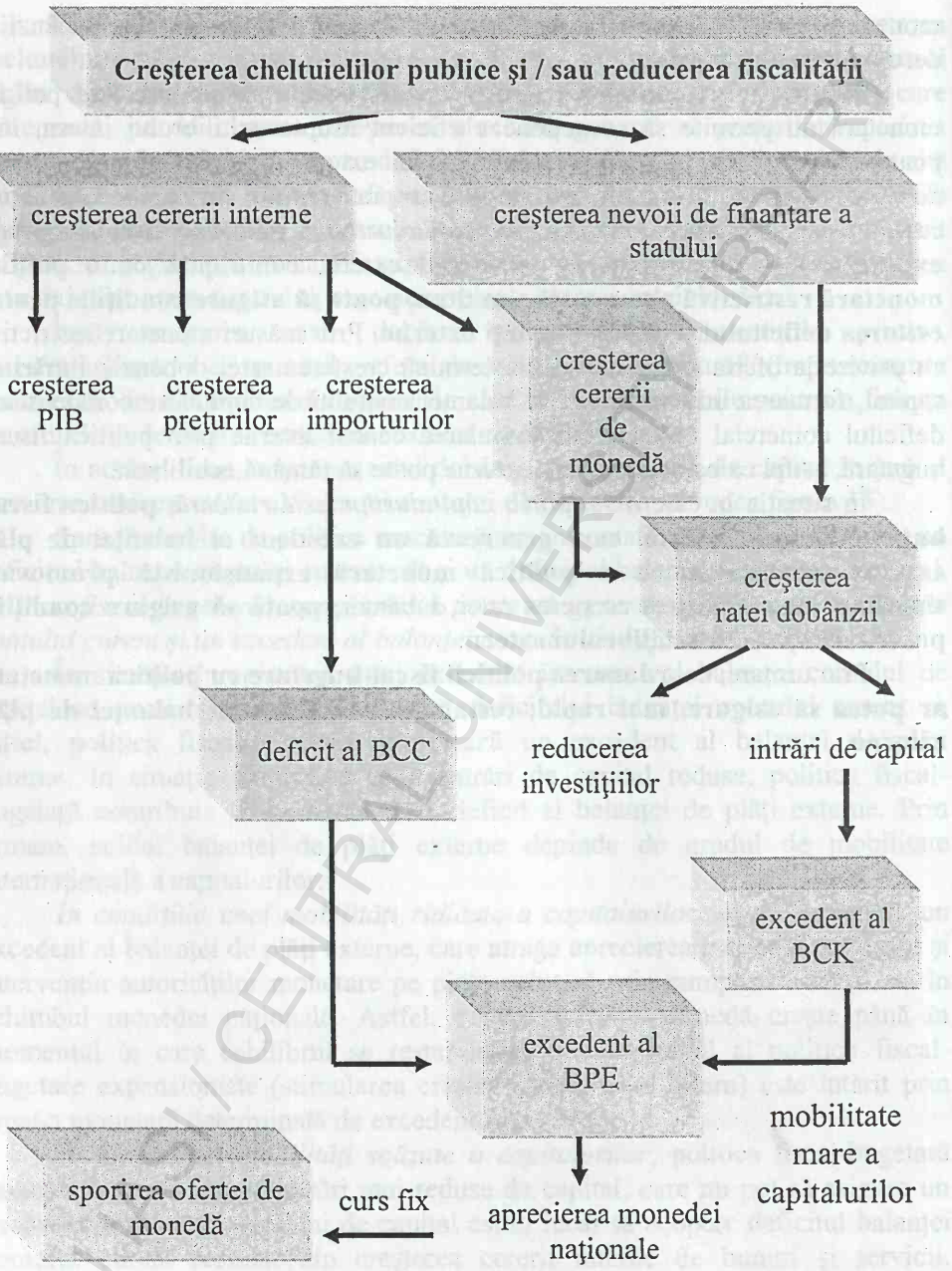


Figura 15. Efectele politicii fiscal-bugetare expansioniste în condiţiile unui regim de cursuri de schimb fixe

Sursa: adaptare după Généreux, Jacques – *Politici economice*, Editura Institutul European, Iaşi, 1997, p.42.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În condiţiile practicării regimului cursurilor de schimb flotante, promovarea unei politici monetare expansioniste generează efecte identice cu cele în regimul cursurilor de schimb fixe, însă autoritatea monetară nu este obligată să intervină pe piaţa valutară astfel că deprecierea monedei naţionale are loc efectiv. Aceasta îmbunătăţeşte competitivitatea prin preţ a produselor naţionale pe pieţele externe, atrage creşterea exporturilor, diminuarea importurilor (dacă schimburile comerciale externe sunt suficient de elastice la variaţiile de preţ) şi formarea unui excedent al balanţei contului curent care compensează deficitul balanţei contului de capital (a se vedea figura 16).

Politica monetară expansionistă, în condiţiile regimului de cursuri de schimb flotante, generează efecte stimulatorii asupra economiei, atât prin scăderea ratei dobânzii, cât şi prin relansarea exporturilor, având un impact semnificativ asupra variabilelor macroeconomice reale (PIB, rata şomajului, soldul balanţei comerciale etc.).

Cu privire la politica **fiscal-bugetară promovată în condiţiile cursurilor de schimb flotante**, aceasta generează efecte diferite, în funcţie de gradul de mobilitate a capitalurilor.

În condiţiile unui grad de mobilitate relativ mare a capitalurilor, promovarea unei politici fiscal-bugetare expansioniste în vederea relansării economiei antrenează creşterea cererii interne, a produsului intern, sporirea importurilor şi formarea unui deficit al balanţei contului curent. În acelaşi timp, creşterea cererii interne şi a nevoii de finanţare a statului, determină creşterea cererii de monedă, care atrage creşterea ratei dobânzii, intrarea de capitaluri în ţară şi formarea unui excedent al balanţei contului de capital ce depăşeşte deficitul balanţei contului curent, înregistrându-se un excedent al balanţei de plăţi externe (a se vedea figura 17).

Tendinţa de excedent a balanţei de plăţi externe este corectată de aprecierea monedei naţionale, care determină reducerea competitivităţii prin preţ a produselor naţionale, scăderea exporturilor, creşterea importurilor şi formarea unui deficit al balanţei contului curent.

Spre deosebire de regimul cursurilor de schimb fixe în cadrul căruia mobilitatea ridicată a capitalurilor întăreşte efectul iniţial al politicii fiscal-bugetare expansioniste, *în condiţiile cursurilor de schimb flotante, mobilitatea ridicată a capitalurilor limitează efectele politicii fiscal-bugetare.* Aceasta întrucât expansiunea bugetară atrage, prin aprecierea monedei naţionale ce determină scăderea competitivităţii produselor naţionale, restrângerea activităţii întreprinderilor exportatoare şi a întreprinderilor ale căror produse sunt concurate pe piaţa internă de cele importate, manifestându-se efectul de evicţiune prin cursul de schimb. În această situaţie, politica fiscal- bugetară generează efecte stimulatorii asupra economiilor altor ţări întrucât, datorită aprecierii monedei naţionale, se înregistrează o creştere a cererii de bunuri a ţării respective în străinătate. Pe de altă parte, politica fiscal-bugetară expansionistă determină creşterea ratei dobânzii, intrarea de capitaluri străine în ţară astfel că efectul de evicţiune financiară este evitat.

În condiţiile unei mobilităţi relativ reduse a capitalurilor, deficitul balanţei contului curent nu mai poate fi acoperit pe seama intrărilor de capital, înregistrându-se un deficit al balanţei de plăţi externe, care va determina deprecierea monedei naţionale.

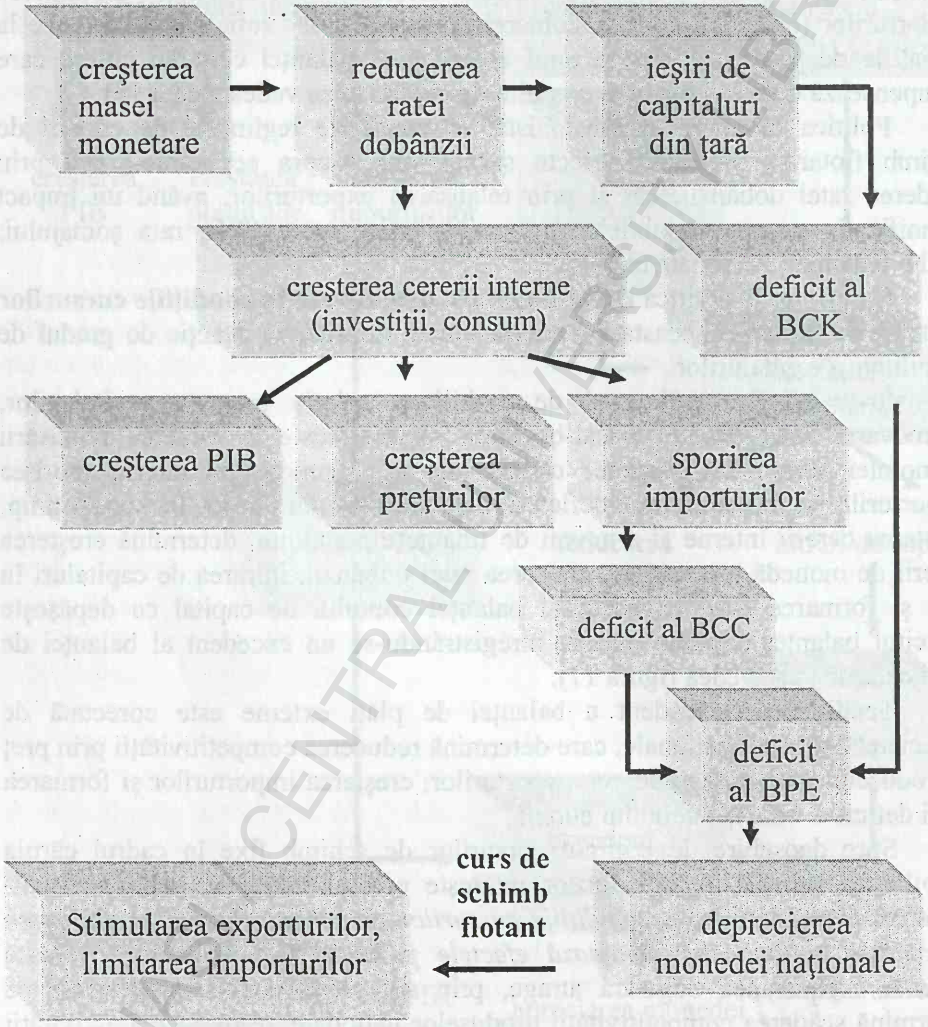


Figura 16. Efectele politicii monetare expansioniste în condiţiile regimului de cursuri de schimb flotante

În regimul cursurilor de schimb flotante, fluctuaţiile cursului de schimb pot să asigure restabilirea echilibrului extern, astfel că gradul de mobilitate al capitalurilor are rol determinant. **Efectele politicii monetare sunt însemnate,** în

BCU "A. CENTRAL UNIVERSITAR

timp ce **impactul politicii fiscal-bugetare este redus**, în condiţiile în care mobilitatea internaţională a capitalurilor este relativ mare. Expansiunea monetară antrenează un deficit extern şi deprecierea monedei naţionale, indiferent de gradul de mobilitate a capitalurilor, generând un efect de relansare a economiei şi restabilirea echilibrului extern. Comparativ, expansiunea bugetară determină creşterea ratei dobânzii, intrări de capital în ţară, iar dacă mobilitatea capitalurilor este mare, se înregistrează un excedent al balanţei de plăţi externe, care antrenează aprecierea monedei naţionale. Aceasta, la rândul său, reduce competitivitatea produselor naţionale pe pieţele externe, scade cererea din străinătate şi limitează efectul iniţial de relansare al expansiunii bugetare. Evicţiunea investitorilor privaţi, prin creşterea ratei dobânzii şi limitarea capitalurilor interne disponibile, poate să fie evitată de intrările însemnate de capital din străinătate, însă se manifestă un efect de evicţiune prin cursul de schimb.

Autorităţile monetare pot preveni fluctuaţia cursului de schimb prin modificarea ofertei de monedă. Astfel, **promovarea unei politici monetare expansioniste în conexiune cu politica fiscal-bugetară expansionistă** poate să preîntâmpine aprecierea monedei naţionale, iar cursul de schimb rămâne nemodificat.

În concluzie, eficacitatea măsurilor de politică monetară şi fiscal-bugetară în realizarea echilibrului intern şi extern depinde de regimul de curs de schimb şi de gradul de mobilitate a capitalurilor.

Prin coordonarea adecvată a politicii monetare cu politica fiscal-bugetară, precum şi prin întărirea credibilităţii acestora se poate asigura atingerea obiectivelor economice urmărite. Istoria sistemelor monetare internaţionale ne arată că absenţa unei adevărate coordonări a politicilor economice este sursa celor mai mari instabilităţi monetare[35].

În contextul globalizării, creşterea interdependenţelor dintre economiile naţionale impune necesitatea coordonării politicilor economice ale statelor în vederea reducerii impactului negativ al deciziilor adoptate de unele state.

[35] Brociner, Andrew – *Europa monetară*, Institutul European, Iaşi, 1999, p. 69.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

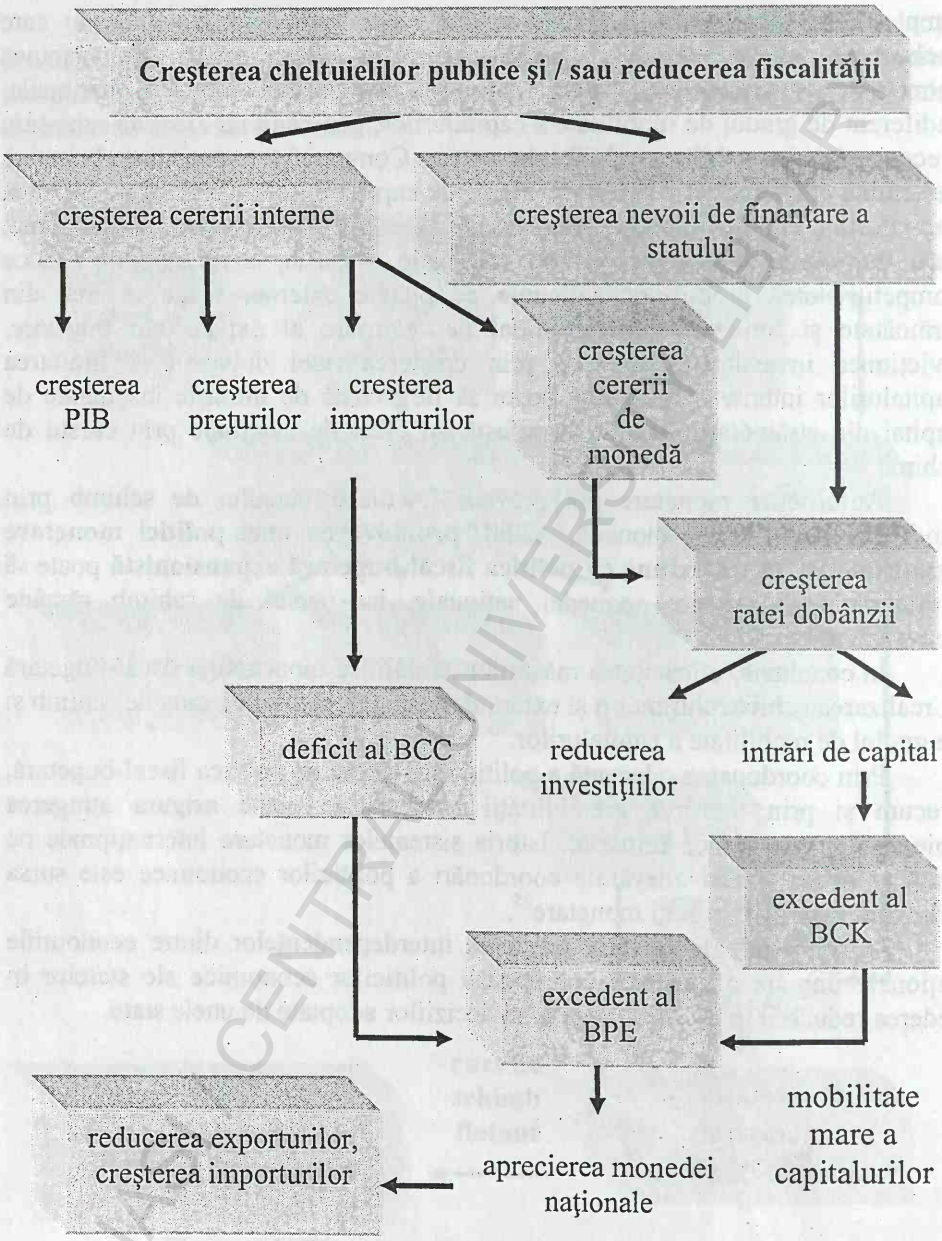


Figura 17. Efectele politicii fiscal-bugetare expansioniste în condiţiile unui regim de cursuri de schimb flotante

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Necesitatea coordonării politicilor economice în cadrul Uniunii Economice şi Monetare[36]

Coordonarea politicilor economice în cadrul UEM şi, mai ales, a politicii monetare unice cu politicile bugetare naţionale se impune ca urmare a interdependenţelor care există între statele membre şi prezenţa, în cadrul uniunii, a unor bunuri colective (publice).

Cu privire la primul aspect, creşterea interdependenţelor economice dintre statele membre antrenează o intensificare a efectelor externe, în primul rând a celor negative, determinate de politica promovată de un stat membru asupra altor state membre. De pildă, agravarea deficitului bugetar al unui stat membru poate să antreneze creşterea ratei dobânzii pe termen lung, care până la urmă va fi suportată de toate guvernele în momentul achitării datoriei publice. Totodată, ţinând seama de obiectivul prioritar urmărit de Banca Centrală Europeană (BCE), şi anume stabilitatea preţurilor, este posibil ca agravarea deficitului bugetar sau a datoriei publice a unui stat membru să determine autoritatea monetară să majoreze rata dobânzii pe termen scurt, efectul fiind suportat de toate statele membre ale Uniunii Monetare.

Prin urmare, se poate afirma că, în condiţiile în care politica economică promovată de un stat membru este percepută ca fiind nesustenabilă, pot apărea reacţii din partea pieţelor şi ale BCE, care vor fi suportate de toate statele membre ale Uniunii. Desigur, pe lângă efectele externe negative, în cadrul Uniunii Monetare se manifestă şi efecte pozitive, care de multe ori sunt neglijate sau minimizate, cum ar fi difuzarea progresului tehnic, pregătirea forţei de muncă, crearea unor reţele comune de transport sau telecomunicaţii.

Referitor la al doilea aspect, prezenţa în cadrul UEM a unor bunuri colective, acestea sunt reprezentate de stabilitatea monetară, credibilitatea politicii monetare a BCE, gestiunea sănătoasă a finanţelor publice, stabilizarea economiei zonei euro etc. .

În scopul limitării efectelor externe negative, amplificării celor pozitive şi al prezervării bunurilor colective, în cadrul UEM prezintă importanţă deosebită coordonarea politicilor economice şi, în special, a politicii monetare unice cu politicile bugetare naţionale.

Asigurarea unei coordonări eficiente a politicii monetare unice cu politicile bugetare ale celor 16 state membre reprezintă una dintre problemele cele mai preocupante şi, totodată, mai dificile în materie de politici economice în cadrul UEM. În zona euro, politica monetară unică are ca obiectiv prioritar menţinerea pe termen mediu a stabilităţii preţurilor[37]. Însă, divergenţele economice care există între statele membre ale UEM fac ca impactul politicii monetare unice să nu fie similar. De pildă, politica monetară unică poate să apară ca fiind prea restrictivă pentru ţările care înregistrează o creştere a PNB sub rata dobânzii, în timp ce pentru alte ţări unde rata de creştere a PNB este superioară ratei dobânzii, politica monetară unică este percepută ca fiind expansionistă. Prin urmare, transmiterea politicii monetare unice are consecinţe asimetrice deoarece sistemele financiare naţionale, structurile economice şi mecanismele de ajustare a şocurilor sunt diferite.

Consecinţele asimetrice ale transmiterii politicii monetare unice, precum şi divergenţele economice care există între statele membre ale UEM impun necesitatea coordonării

[36] a se vedea Roman, Angela, Bilan, Irina – „Appreciations concerning economic policies coordination in EMU", articol publicat în volumul *The Annals of the University of Oradea*, Section Economic Sciences – TOM XVII, 2008, pp. 525 – 529.

[37] definită ca o creştere anuală de sub 2% a indicelui armonizat al preţurilor de consum.

eficiente a politicii monetare unice cu politicile bugetare naţionale, precum şi realizarea unor importante reforme structurale în scopul realizării unei creşteri economice stabile şi de durată în zona euro.

Întrebări

1. Definiţi politica economică şi caracterizaţi treptele conturate cu privire la formularea obiectivelor generale ale acesteia.
2. Caracterizaţi stabilitatea preţurilor – obiectiv principal al politicii economice.
3. Caracterizaţi creşterea economică şi ocuparea forţei de muncă, în calitate de obiective principale ale politicii economice.
4. Caracterizaţi echilibrul balanţei de plăţi externe – obiectiv principal al politicii economice.
5. Enumeraţi obiectivele principale ale politicii economice şi caracterizaţi raporturile de convergenţă dintre ele.
6. Caracterizaţi divergenţele (incompatibilităţile) dintre obiectivele principale ale politicii economice.
7. Explicaţi impactul politicii monetare în condiţiile cursurilor de schimb fixe şi flotante.
8. Explicaţi impactul politicii fiscal- bugetare în condiţiile cursurilor de schimb fixe şi flotante.
9. Argumentaţi necesitatea coordonării politicii monetare cu politica fiscal-bugetară.

Bibliografie recomandată

1. Dornbusch, Rudiger, Fischer, Stanley – *Macroeconomia*, Editura Sedona, Timişoara, 1997;
2. Dinu, Marin, Socol, Cristian – *Fundamentarea şi coordonarea politicilor economice în Uniunea Europeană*, Editura Economică, Bucureşti, 2006;
3. Filip, Gheorghe, Onofrei, Mihaela – *Politici financiare*, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 2000;
4. Filip, Gheorghe – *Finanţe publice*, Editura Junimea, Iaşi, 2002;
5. Généreux, Jacques – *Politici economice*, Editura Institutul European, Iaşi, 1997;
6. Hardwich, Philip ş.a. – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
7. Manolescu, Gheorghe – *Politici economice: concepte, instrumente, experienţe*, Editura Economică, Bucureşti, 1997;
8. Moşteanu, Tatiana (coordonator) – *Politici fiscale şi bugetare europene*, Editura Universitară, Bucureşti, 2006;
9. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 3

Conţinutul politicii monetare şi implicaţii ale globalizării financiare

Cuprinsul capitolului

3.1. Politica monetară – componentă principală a politicii economice
3.2. Strategii de politică monetară pentru asigurarea stabilităţii preţurilor
3.3. Obiectivele intermediare (specifice) şi operaţionale ale politicii monetare
3.4. Eficienţa politicii monetare în contextul globalizării financiare
3.5. Independenţa băncilor centrale – factor determinant al credibilităţii şi eficienţei politicii monetare
3.5.1. Conceptul de independenţă a băncilor centrale şi afirmarea acestuia
3.5.2. Componentele independenţei băncilor centrale şi modele de măsurare
3.6. Responsabilitate, transparenţă şi comunicare în politica monetară.

Obiective

1. Perceperea conceptului de politică monetară şi a rolului acesteia
2. Cunoaşterea strategiilor de politică monetară şi a caracteristicilor acestora
3. Perceperea obiectivelor intermediare şi operaţionale ale politicii monetare
4. Cunoaşterea mutaţiilor produse în planul politicii monetare în contextul liberalizării şi al inovaţiilor financiare
5. Cunoaşterea conceptului de independenţă a băncii centrale, a componentelor acesteia şi a modelelor de cuantificare a gradului de independenţă
6. Înţelegerea rolului transparenţei politicii monetare în creşterea eficienţei acesteia.

Cuvinte-cheie

Politica monetară, strategii de politică monetară, obiective intermediare, obiective operaţionale, independenţa băncilor centrale, incoerenţa temporală a politicii monetare, transparenţa politicii monetare.

Introducere

Politica monetară reprezintă o componentă de bază a politicii economice şi are ca misiune principală reglarea volumului mijloacelor de plată utilizabile pe piaţa bunurilor şi serviciilor, prin folosirea de instrumente specifice (în principal,

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

operaţiunile de open- market, facilităţile permanente, rezervele bancare minime obligatorii), în vederea realizării obiectivelor finale ale politicii economice (asigurarea unei creşteri economice echilibrate, ocuparea deplină a forţei de muncă, stabilitatea preţurilor şi asigurarea echilibrului balanţei de plăţi externe).

La nivel internaţional este unanim acceptat faptul că, pe termen lung, stabilitatea preţurilor constituie obiectivul fundamental adecvat al politicii monetare. Prin asigurarea stabilităţii preţurilor, politica monetară îşi aduce cea mai importantă contribuţie la creşterea bunăstării în plan social.

În contextul accelerării procesului de globalizare, a creşterii interdependenţelor dintre economiile naţionale, politica monetară trebuie să se caracterizeze prin credibilitate, responsabilitate şi transparenţă.

Credibilitatea băncilor centrale este importantă pentru că poate să ancoreze anticipaţiile cu privire la inflaţie la un nivel scăzut, compatibil cu definiţia dată stabilităţii preţurilor. Prin scăderea ratei inflaţiei, implicit a ratelor de dobândă şi întărirea stabilităţii monedei naţionale, o bancă centrală credibilă asigură premisele pentru o creştere economică stabilă şi de durată.

Procesul de globalizare financiară implică transparenţa politicii monetare în vederea limitării fluctuaţiilor semnificative ale preţurilor diverselor active. Dezvoltarea semnificativă a pieţelor financiare sub impactul liberalizării financiare, al inovaţiilor financiare, implică necesitatea întăririi comunicării băncilor centrale cu pieţele financiare deoarece acestea au un rol important în transmiterea impulsurilor de politică monetară asupra economiei reale. Totodată, comunicarea este necesară întrucât poate să permită identificarea şi evaluarea riscurilor şi a vulnerabilităţilor financiare, precum şi a măsurilor care s-ar impune pentru asigurarea stabilităţii financiare.

În contextul crizelor financiare internaţionale, băncile centrale manifestă o preocupare sporită pentru asigurarea stabilităţii financiare întrucât existenţa unui sistem financiar solid şi stabil asigură premisele pentru implementarea unei politici monetare eficiente, care contribuie la realizarea obiectivului fundamental de asigurare a stabilităţii preţurilor pe termen mediu şi lung.

3.1. Politica monetară – componentă principală a politicii economice

Politica monetară este o componentă de bază a politicii economice, alături de alte componente, în principal, politica bugetară şi politica fiscală, **având un rol important în realizarea obiectivelor principale ale acesteia**, şi anume: asigurarea unei creşteri economice echilibrate, ocuparea deplină a forţei de muncă, stabilitatea preţurilor şi asigurarea echilibrului balanţei de plăţi externe.

Renumitul profesor *Costin C. Kiriţescu defineşte politica monetară* ca fiind *„ansamblul măsurilor monetare luate de stat şi de banca centrală pentru*

realizarea echilibrului dintre masa banilor în circulație și nevoile de bani ale economiei sau pentru influențarea într-un anumit sens a conjucturii economice"[38].

În opinia guvernatorului BNR, *Mugur Isărescu, politica monetară se definește ca ansamblul de măsuri prin care statul (reprezentat, de regulă, de banca centrală) acționează asupra agregatelor monetare și a activelor financiare în vederea menținerii lor sub control și al realizării echilibrului economic sau în vederea orientării activității economice într-o anumită direcție*[39].

Politica monetară reflectă acțiuni întreprinse de banca centrală sau de autoritatea monetară a unei țări (sau zone monetare) cu privire la lichiditatea economiei în vederea realizării obiectivelor politicii economice. Prin urmare, misiunea politicii monetare o reprezintă reglarea lichidității economiei, astfel încât aceasta să dispună de un volum suficient de lichidități în scopul asigurării funcționării sale normale și a dezvoltării echilibrate.

În baza celor menționate, se constată că obiectivele finale ale politicii monetare sunt, în principiu, aceleași cu cele ale politicii economice.

Îndeplinirea simultană a obiectivelor de creștere economică și de ocupare deplină a forței de muncă necesită un context de stabilitate a prețurilor și de echilibru al balanței de plăți externe, care, la rândul lor, se pot asigura prin controlul lichidităților din economie. Mai mult, funcționarea normală a unei economii presupune ca tranzacțiile și operațiunile de plăți să se deruleze în condiții bune și într-un climat de încredere.

Asigurarea unei creșteri economice durabile reprezintă obiectivul principal al oricărei politici economice naționale. Pentru atingerea acestui obiectiv, **politica monetară**, în calitate de componentă principală a politicii economice, **trebuie să asigure corelarea volumului mijloacelor de plată disponibile cu nevoile economiei**.

În condițiile în care *moneda se găsește într-o cantitate insuficientă,* întreprinderile sunt împiedicate să-și dezvolte investițiile și, prin urmare, se încetinește creșterea economică. Aceasta întrucât o ofertă de monedă mai mică comparativ cu cererea determină creșterea ratelor de dobândă și, prin urmare, scumpirea creditelor, care, la rândul său, antrenează scăderea cererii de credite și, în consecință, reducerea cererii de bunuri și servicii. Pe de altă parte, creșterea ratelor de dobândă antrenează intrarea în țară de capitaluri străine speculative, care determină aprecierea monedei naționale și, prin urmare, frânarea exporturilor și stimularea importurilor. Pentru a corecta o asemenea tendință, banca centrală trebuie să stimuleze creația monetară.

În situația inversă, când *moneda se găsește într-o cantitate mai mare comparativ cu cererea*, se înregistrează o serie de dezechilibre și reacții în lanț.

---

[38] Kiriţescu, Costin – *Moneda – mică enciclopedie*, Editura Ştiinţifică şi Enciclopedică, Bucureşti, 1982, p. 244.

[39] Isărescu, Mugur – *Reflecţii economice – Pieţe, Bani, Bănci*, Editura Expert, Bucureşti, 2001, p. 169.

Scăderea ratelor de dobândă determină ieftinirea creditelor, care antrenează creşterea cererii de bunuri şi servicii. În condiţiile în care oferta de produse nu răspunde cererii, se înregistrează o creştere generalizată a preţurilor şi, prin urmare, a inflaţiei. La rândul ei, inflaţia antrenează o serie de perturbaţii. Inflaţia prin cerere se repercutează asupra costurilor de producţie şi determină o scădere a competitivităţii produselor naţionale atât în interiorul ţării, cât şi în exterior. Astfel, se reduc exporturile şi se amplifică importurile, înregistrându-se un deficit al balanţei de plăţi externe, care determină deprecierea monedei naţionale. În această situaţie, acţiunea băncii centrale trebuie să aibă în vedere frânarea creaţiei monetare în scopul susţinerii cursului de schimb.

Prin urmare, **rolul principal al politicii monetare îl reprezintă reglarea volumului mijloacelor de plată utilizabile pe piaţa bunurilor şi a serviciilor, prin folosirea de instrumente specifice** (în principal, operaţiunile de open-market, facilităţile permanente, rezervele bancare minime obligatorii), în scopul realizării obiectivelor finale ale politicii economice.

Conceptul de politică monetară este relativ nou, începând să se contureze odată cu abandonarea mecanismelor de autoreglare a masei monetare, care au funcţionat în condiţiile în care moneda avea acoperire în metale preţioase. Primul caz de manifestare a politicii monetare este atribuit Sistemului Federal de Rezerve, care, în 1929, a utilizat acest instrument de politică economică în scopul de a atenua efectele crizei şi de a ajuta economia pentru a ieşi din recesiune[40].

În decursul timpului, în strânsă legătură cu teoriile economice conturate, care au evidenţiat rolul politicii monetare în influenţarea variabilelor economiei, obiectivul politicii monetare a fost diferit. Astfel, după criza economică de supraproducţie din anii 1929 – 1933, potrivit concepţiei keynesiste, **politica monetară a avut ca obiectiv prioritar asigurarea creşterii economice şi ocuparea forţei de muncă** prin influenţarea cererii agregate. După Al Doilea Război Mondial apare celebra teorie a curbei Phillips[41] conform căreia există o relaţie de inversă proporţionalitate între rata inflaţiei şi rata şomajului, respectiv unei rate ridicate a inflaţiei i-ar corespunde o rată scăzută a şomajului şi invers, unei rate scăzute a inflaţiei i-ar corespunde o rată ridicată a şomajului.

Stagflaţia din anii 1974 – 1976 infirmă tezele keynesiste şi teoria curbei Phillips. Prăbuşirea sistemului cursurilor de schimb fixe de la Bretton Woods şi şocurile petroliere de la finele anilor '70 au marcat începutul accelerării inflaţiei în majoritatea ţărilor dezvoltate. În acest context, începând cu anii '80, concepţia monetaristă domină politicile economice, inclusiv politicile monetare ale statelor dezvoltate. Concepţia lui Milton Friedman cu privire la inflaţie – conform căruia „inflaţia este oriunde şi oricînd un fenomen monetar, iar împotriva ei se poate acţiona printr-o politică restrictivă – a stat la baza politicilor anilor '80 ai

[40] Isărescu, Mugur - *op. cit.*, p. 164.

[41] după numele celui care a elaborate-o, economistul neozeelandez Alban Willian Phillips.

secolului XX, care au avut ca **obiectiv principal asigurarea stabilității prețurilor.**

Tezele monetariste acordă o importanță deosebită politicii monetare în reglarea conjuncturală a economiei și insistă pe legătura dintre cantitatea de monedă pusă în circulație și inflație[42].

Argumentul principal în favoarea asigurării stabilității prețurilor în calitate de obiectiv prioritar al politicii monetare este legat de **critica adusă „curbei Philips"** de către școala neoclasică, la finele anilor '70. Potrivit acestei școli, în cadrul unei economii există o rată naturală a șomajului astfel că politica monetară expansionistă nu poate să aibă o influență durabilă asupra acesteia. Prin urmare, pe termen lung, **politica monetară expansionistă antrenează doar o creștere a ratei inflației**, fără să aibă vreun efect în ceea ce privește creșterea economică și reducerea ratei șomajului. În acest sens, este sugestivă afirmația făcută de academicianul american Lawrence H. Meyers *„Dacă ar fi posibilă generarea de creștere economică pe termen lung prin simpla tipărire de bani, ne-am fi creat demult prin monetizare standarde de viață substanțial îmbunătățite"*[43].

Un alt argument, acceptat de o mare parte a teoreticienilor și practicienilor, este legat de faptul că, pe termen lung, *modificarea ofertei de monedă determină doar modificarea nivelului general al prețurilor și nu induce modificări permanente ale variabilelor reale* (producție, rata șomajului). De asemenea, efectele politicii monetare asupra producției se manifestă după o anumită perioadă de timp și sunt efecte pe termen relativ scurt. Aceste aprecieri au la bază **principiul neutralității pe termen lung a monedei, dar nu și pe termen scurt.**

Corelația strânsă dintre creșterea masei monetare și inflație, precum și neutralitatea pe termen lung a monedei sunt confirmate de un mare număr de studii economice realizate în perioade și țări diferite. De asemenea, atât cercetările economice cât și experiențele practice au evidențiat costurile semnificative atât ale inflației cât și ale deflației. În acest context, la nivel internațional s-a manifestat un consens cu privire la obiectivul principal al politicii economice, implicit al politicii monetare, și anume asigurarea stabilității prețurilor.

În condițiile actuale, în statutul majorității băncilor centrale se precizează în calitate de **obiectiv fundamental al politicii monetare – asigurarea și menținerea stabilității prețurilor.**

Potrivit articolului 105 din Tratatul de instituire a Comunității Europene, **Banca Centrală Europeană (BCE) are ca obiectiv principal „menținerea stabilității prețurilor"**, dar și, fără să aducă atingere acestui obiectiv, *„o creștere economică durabilă și neinflaționistă, un nivel ridicat de ocupare a*

---

[42] a se vedea paragraful 1.4.

[43] citat preluat din Isărescu, Mugur – „Rolul politicii monetare în mix-ul de politici macroeconomice", Timișoara, 2007, p. 13, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

forţei de muncă şi de protecţie socială". Prin urmare, Tratatul stabileşte o ierarhizare clară a obiectivelor urmărite de BCE, atribuind o importanţă deosebită stabilităţii preţurilor, iar celelalte obiective sunt subordonate acestuia şi condiţionate de acesta.

În SUA, **Sistemul Federal de Rezerve** (Federal Reserve System – FED) **are drept obiective**, stabilite prin statut, **„ un grad maxim de ocupare a forţei de muncă, stabilitatea preţurilor şi rate de dobândă pe termen lung moderate"**[44]. Prin urmare, spre deosebire de BCE, **Sistemul Federal de Rezerve are un mandat multi – obiectiv.** În cazul Sistemului Federal de Rezerve, potrivit statutului, nu se precizează explicit stabilitatea preţurilor în calitate de obiectiv prioritar al politicii monetare. Însă, în repetate rânduri, oficialii FED au clarificat faptul că, prin „grad maxim de ocupare a forţei de muncă" ei înţeleg un „grad maxim sustenabil al ocupării forţei de muncă", adică unul neinflaţionist, astfel că ocuparea completă a forţei de muncă şi stabilitatea preţurilor ar fi obiective principale, de importanţă egală, iar menţinerea ratelor de dobândă pe termen lung la un nivel moderat ar fi un obiectiv secundar.

În România, **Legea privind statutul BNR**[45] **precizează că „obiectivul fundamental al Băncii Naţionale a României este asigurarea şi menţinerea stabilităţii preţurilor"**, iar, fără să prejudicieze îndeplinirea obiectivului său fundamental, BNR „sprijină politica economică generală a statului".

La nivel internaţional este unanim acceptat faptul că, pe termen lung, *stabilitatea preţurilor constituie obiectivul fundamental adecvat al politicii monetare*. Stabilitatea preţurilor este atât un scop în sine cât şi un mijloc pentru politica monetară deoarece contribuie la realizarea unei creşteri economice sustenabile şi la stabilitatea macroeconomică. Prin menţinerea stabilităţii preţurilor, politica monetară contribuie semnificativ la realizarea altor obiective economice, respectiv creşterea economică, ocuparea mai bună a forţei de muncă şi creşterea bunăstării în plan social. Astfel, se apreciază că, promovarea stabilităţii preţurilor este singurul lucru pe care politica monetară îl poate realiza în mod eficient şi, totodată, cel mai bun lucru pe care îl poate face referitor la nivelul general al bunăstării în plan social[46].

Contribuţia semnificativă a stabilităţii preţurilor la înregistrarea unor rate ridicate de creştere economică şi de ocupare a forţei de muncă se evidenţiază prin prisma avantajelor sale, printre care[47]:

- **ameliorează transparenţa preţurilor relative**, care permite alocarea mai eficientă a resurselor şi, prin urmare, creşterea producţiei şi a bunăstării populaţiei;

---

[44] Federal Reserve Act, secţiunea 2A, http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm

[45] articolul 2 din Legea nr. 312/2004 privind Statutul BNR, în Monitorul Oficial nr. 582/2004.

[46] Isărescu, Mugur – „Probleme ale politicii monetare într-o ţară emergentă. Cazul României", p. 16, 2008, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885

[47] ECB – *The monetary policy of the ECB*, second edition, 2004, pp. 42-43, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf

- în condiții de stabilitate a prețurilor, **se reduce prima de risc** inclusă în ratele de dobândă, care stimulează investițiile și, în consecință, creșterea economică;
- în condiții de stabilitate a prețurilor, **se evită deturnarea resurselor din sfera productivă spre operațiuni inutile de acoperire împotriva inflației;**
- **previne redistribuirea arbitrară a veniturilor și a averilor,** fenomen întâlnit atât în mediu inflaționist, cât și deflaționist. Dacă ratele ridicate ale inflației sau deflației pot crea instabilitate politică și socială, un mediu economic caracterizat prin prețuri stabile contribuie la menținerea stabilității și coeziunii sociale.

În literatura de specialitate deși se întâlnesc numeroase definiții ale stabilității prețurilor, se manifestă un consens cu privire la următoarele elemente[48]:

✓ *stabilitatea prețurilor se referă la nivelul agregat al prețurilor măsurat prin indici;*

✓ *stabilitatea prețurilor este atinsă atunci când banii își păstrează valoarea în timp sau viteza de erodare a puterii de cumpărare a acestora este foarte lentă;*

✓ *conceptul de stabilitate monetară se suprapune peste cel de stabilitate a prețurilor.*

Definirea stabilității prețurilor cu referire la anticipațiile inflaționiste[49]:

Paul Volcker (a fost președintele Consiliului Guvernatorilor Sistemului Federal de Rezerve, în perioada august 1979 – august 1987): „situația în care anticipațiile privind creșterea sau scăderea generală a prețurilor pe o perioadă considerabilă de timp nu au o influență substanțială asupra comportamentului economic și financiar";

Alan Greenspan (a fost președintele Consiliului Guvernatorilor Sistemului Federal de Rezerve, în perioada iunie 1987- ianuarie 2006): „situația în care modificarea așteptată de public a nivelului prețurilor este suficient de redusă și de graduală încât să nu fie luată în calcul în deciziile firmelor și ale gospodăriilor";

Alan Blinder (a fost vicepresedinte al Sistemului Federal de Rezerve în perioada iunie 1994 – ianuarie 1996): „situația în care oamenii obișnuiți încetează să mai discute despre inflație și să- și mai facă griji în legătură cu aceasta".

Prin prisma practicii se constată că, băncile centrale, care au ca obiectiv fundamental asigurarea stabilității prețurilor, utilizează definiții explicite (cantitative) ale acestui obiectiv. De pildă, în cazul Băncii Centrale Europene, stabilitatea prețurilor semnifică situația în care rata inflației, calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum din zona euro este de sub (dar aproape de) 2%. În cazul băncilor centrale care practică strategia de țintire

[48] Isărescu, Mugur – *Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară*, 2006, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

[49] Isărescu, Mugur – *op. cit.*, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

directă a inflaţiei, stabilitatea preţurilor este definită prin raportare la ţinta numerică de atins, care poate să fie o bandă de fluctuaţie sau un anumit procent cu sau fără interval de fluctuaţie.

3.2. Strategii de politică monetară pentru asigurarea stabilităţii preţurilor

Prin **strategie de politică monetară** se înţelege un ansamblu de criterii şi proceduri care stau la baza adoptării, implementării şi comunicării deciziilor autorităţii monetare în scopul atingerii obiectivului fundamental al politicii monetare[50].

Strategiile de politică monetară reflectă modul în care deciziile de politică monetară sunt adoptate în vederea atingerii obiectivului final urmărit de autorităţile monetare. Prin intermediul lor se urmăreşte realizarea unei legături între instrumentele de politică monetară şi atingerea obiectivelor urmărite.

În funcţie de modul în care se realizează atingerea obiectivului final, strategiile de politică monetară se clasifică astfel (a se vedea figura 18) :

- **strategii indirecte**, care presupun anumite *obiective* (ţinte) *intermediare* ce permit atingerea obiectivelor (ţintelor) finale;
- **strategii directe**, care urmăresc *ţintirea directă a obiectivului final*.

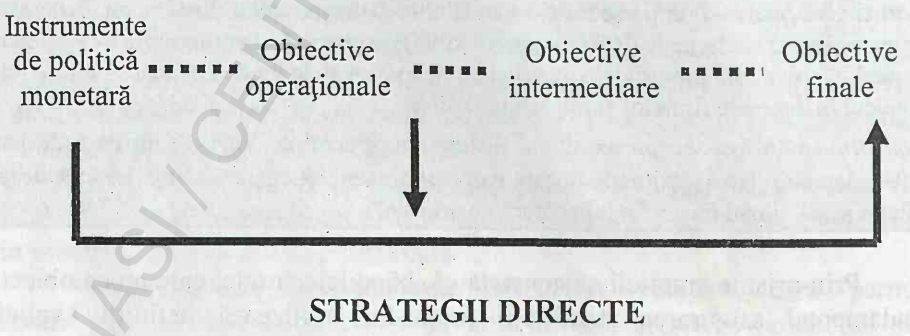


Figura 18. Strategii de politică monetară

Ambele tipuri de strategii au ca element comun utilizarea unei ancore nominale în conducerea politicii monetare.

[50] BNR – *Glosar*, http://www.bnr.ro/Glosar-2444.aspx

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ancora nominală reprezintă o variabilă nominală macroeconomică (cursul de schimb, agregatele monetare, ţinta de inflaţie) care este fixată sau limitată la un anumit nivel în scopul asigurării stabilităţii preţurilor.

În funcţie de caracteristicile economiei (gradul de dezvoltare, tipul de sistem financiar, gradul de deschidere faţă de exterior etc.), autorităţile monetare pot opta pentru una din următoarele ancore nominale: agregatele monetare, cursul de schimb, rata dobânzii, venitul nominal (sau PIB), nivelul inflaţiei.

1. Strategii indirecte de politică monetară

Pentru atingerea obiectivului final al politicii monetare, autorităţile monetare au la dispoziţie anumite instrumente, care, însă, influenţează obiectivul final în mod indirect şi după o anumită perioadă de timp. Din acest motiv, băncile centrale trebuie să-şi stabilească anumite *ţinte intermediare*, care asigură legătura dintre instrumentele de politică monetară şi obiectivele finale ale acesteia.

Potrivit practicii economice, s-au conturat următoarele strategii indirecte de politică monetară:

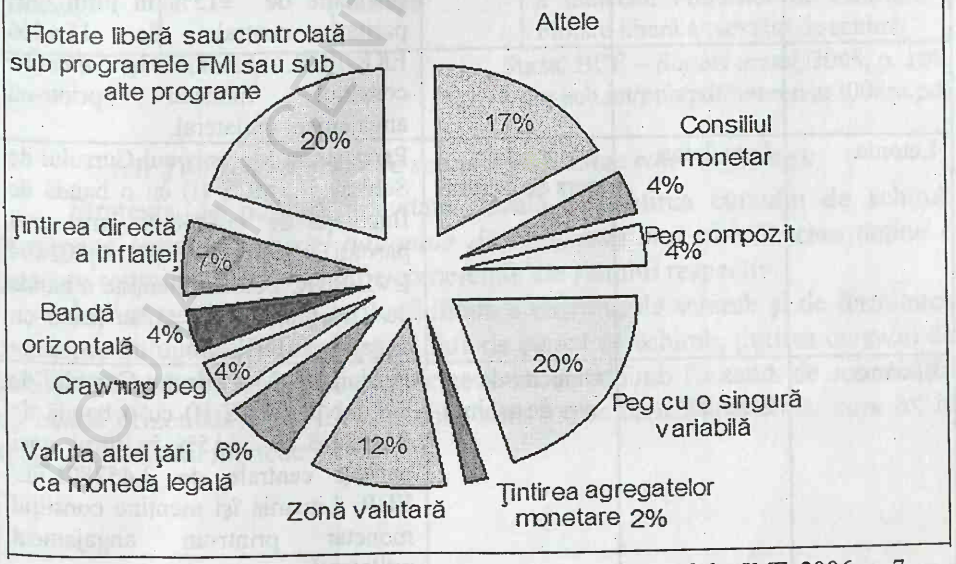
1.1 ţintirea cursului de schimb (exchange rate targeting);

1.2 ţintirea agregatelor monetare (money targeting);

1.3 ancora nominală implicită.

Strategiile de politică monetară aplicate în ţările emergente şi în curs de dezvoltare sunt prezentate în figura 19.

Figura 19: Clasificarea strategiilor de politică monetară în ţările în dezvoltare şi ţările emergente



Sursa: IMF – *Inflation targeting and the IMF*, 2006, p. 7, http://www.imf.orgexternalnpppeng2006031606.pdf

În statele membre ale Uniunii Europene, dar care nu sunt membre ale zonei euro, strategiile de politică monetară diferă semnificativ de la o ţară la alta, în condiţiile în care obiectivul fundamental al politicii monetare este acelaşi, şi anume stabilitatea preţurilor (a se vedea tabelul 2).

Tabelul 2. Strategiile oficiale de politică monetară ale statelor membre ale Uniunii Europene, care nu aparţin zonei euro, la nivelul anului 2008

State	Moneda	Strategia de politică monetară	Caracteristici
Bulgaria	Leva bulgărească	Obiectiv de curs de schimb	Obiectiv de curs de schimb: consiliul monetar cu o paritate de 1,95583 BGN/EUR.
Republica Cehă	Coroană cehă	Ţintă de inflaţie	Ţinta de inflaţie: 3% cu un interval de variaţie de ±1 puncte procentuale până la finele anului 2009, ulterior 2%, cu un interval de variaţie de ±1 puncte procentuale. Flotare controlată a cursului de schimb.
Danemarca	Coroana daneză	Obiectiv de curs de schimb	Participă la Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II) cu o bandă de fluctuaţie de ±2,25% în jurul unei paritäţi centrale de 7,46038 DKK/EUR.
Estonia	Coroana estoniană	Obiectiv de curs de schimb	Participă la Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II) cu o bandă de fluctuaţie de ±15% în jurul unei paritäţi centrale de 15,6466 EKK/EUR. Estonia îşi menţine consiliul monetar printr-un angajament unilateral.
Letonia	Lats leton	Obiectiv de curs de schimb	Participă la Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II) cu o bandă de fluctuaţie de ±15% în jurul unei paritäţi centrale de 0,702804 LVL/EUR. Letonia menţine o bandă de fluctuaţie de ±1% printr-un angajament unilateral.
Lituania	Litas lituanian	Obiectiv de curs de schimb	Participă la Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II) cu o bandă de fluctuaţie de ±15% în jurul unei paritäţi centrale de 3,45280LTL/ EUR. Lituania îşi menţine consiliul monetar printr-un angajament unilateral.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

State	Moneda	Strategia de politică monetară	Caracteristici
Ungaria	Forintul maghiar	Țintă de inflație	Ținta de inflație: 3%±1% (țintă pe termen mediu începând cu anul 2007). Flotare liberă a cursului de schimb.
Polonia	Zlotul polonez	Țintă de inflație	Ținta de inflație: 2,5%±1% (variație anuală a Indicelui Prețurilor de Consum). Flotare liberă a cursului de schimb.
România	Leul românesc	Țintă de inflație	Ținta de inflație: 3,8% și 3,5%±1% pentru finele anului 2008, respectiv finele anului 2009. Flotare controlată a cursului de schimb.
Slovacia	Coroana slovacă	Țintirea inflației în cadrul participării la MCS II	Participă la MCS II cu o bandă de fluctuație de ±15% în jurul unei paritați centrale de 35,4424 SKK/ EUR, modificată pe 29 mai la 30,1260 SKK/EUR. Ținta de inflație a fost stabilită la un nivel de sub 2% pentru finele anului 2008. A adoptat euro la 1 ianuarie 2009.
Suedia	Coroana suedeză	Țintă de inflație	Ținta de inflație: creștere de 2% a Indicelui Prețurilor de Consum, cu o marjă de toleranță de ±1%. Flotare liberă a cursului de schimb.
Marea Britanie	Lira sterlină	Țintă de inflație	Ținta de inflație: 2% (variație anuală a Indicelui Prețurilor de Consum). Flotare liberă a cursului de schimb.

Sursa: BCE – *Raport anual*, 2008, p. 108, http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008ro.pdf

1.1. Țintirea cursului de schimb (exchange rate targeting);

Strategia de politică monetară bazată pe țintirea cursului de schimb presupune *legarea monedei naționale de o monedă mai stabilă*, care deține o pondere semnificativă în relațiile comerciale ale statului respectiv.

În funcție de gradul de flexibilitate a cursului de schimb și de fermitatea angajamentului autorității monetare față de cursul de schimb, țintirea cursului de schimb poate îmbrăca mai multe forme: curs de schimb fix, curs de schimb fix cu bandă orizontală; curs fix ajustabil; curs fix cu bandă ajustabilă, curs fix în regim de consiliu monetar[51].

[51] a se vedea Voinea, Gheorghe – *Relații valutar - financiare internaționale*, Editura Universității „Al. I. Cuza", Iași, 2007, pp. 43-50.

Aceste tipuri de ţintire a cursului de schimb au fost utilizate atât de state dezvoltate (de pildă, ţările membre ale Uniunii Monetare au făcut parte din mecanismul de schimb al SME), cât şi de ţări în curs de dezvoltare (de exemplu, Argentina şi Bulgaria au adoptat forma extremă a ţintirii cursului de schimb, şi anume curs fix în regim de consiliu monetar).

În cadrul strategiei de ţintire a cursului de schimb, autoritatea monetară urmăreşte o anumită stabilitate a cursului valutar sau să controleze evoluţia acestuia, prin intervenţii directe (sub forma vânzărilor sau cumpărărilor de valută) şi indirecte (prin intermediul ratei dobânzii) pe piaţa valutară, în scopul de a „importa" o inflaţie scăzută din ţara monedei ancoră.

Implementarea strategiei de ţintire a cursului de schimb presupune îndeplinirea anumitor condiţii, şi anume[52]:

✓ existenţa unui volum suficient de rezerve internaţionale, care să permită intervenţii rapide pe piaţa valutară;

✓ aplicarea unui mix de politici macroeconomice, care să asigure un nivel scăzut al inflaţiei comparabil cu cel din ţara monedei ancoră;

✓ menţinerea credibilităţii externe a ţării, inclusiv a stabilităţii politice, a cadrului instituţional şi legislativ, care, la rândul lor, exercită influenţă semnificativă asupra celorlalte condiţii.

Strategia de ţintire a cursului de schimb prezintă anumite avantaje, printre care:

- **permite reducerea inflaţiei** prin reducerea volatilităţii preţurilor bunurilor de import. Un asemenea avantaj apare mai ales în cazul ţărilor de dimensiuni mici, cu un grad ridicat de deschidere, în cadrul cărora bunurile de import deţin o pondere însemnată în schimburile comerciale internaţionale;
- **anticipaţiile cu privire la inflaţie sunt ancorate** la rata inflaţiei din ţara a cărei monedă este folosită drept monedă ancoră;
- **este o strategie clară şi simplă**, uşor înţeleasă de public. Astfel, utilizarea ancorei curs de schimb ar asigura o reacţie rapidă din partea publicului;
- **oferă o regulă automată de conducere a politicii monetare**, care permite evitarea inconsistenţei temporale a politicii monetare (a se vedea caseta de mai jos).

Inconsistenţa temporală a politicii monetare se manifestă în condiţiile în care autoritatea monetară aduce la cunoştinţa publicului deciziile de implementare în viitor a unor măsuri, iar în momentul în care ar trebui aplicate, intervenţiile prevăzute nu se mai realizează şi aceasta fără ca, în prealabil, participanţii pe pieţele financiare să fie informaţi. Un asemenea comportament al autorităţii monetare ar rezulta din diverse

[52] Costică, Ionela, Lăzărescu, Sorin, Adrian – *Politici şi tehnici bancare*, Editura ASE, Bucureşti, 2004, p. 62.

motive, printre care[53]: dorința autorității monetare (sau presiuni din partea guvernului) de a acorda prioritate creșterii economice și reducerii ratei șomajului prin promovarea unei politici monetare expansioniste; posibilitatea extragerii de venituri prin intermediul senioriajului, precum și a erodării valorii reale a datoriei publice în cazul generării unor surprize inflaționiste; utilizarea politicii monetare în scopul salvgardării stabilității sistemului financiar.

Inconsistența în timp a politicii monetare poate să fie evitată prin asigurarea independenței băncii centrale în raport de puterea politică și prin stabilirea de reguli monetare.

Pe de altă parte, utilizarea cursului de schimb în calitate de ancoră de politică monetară prezintă anumite dezavantaje, printre care[54]:

- *pierderea independenței politicii monetare*. În condițiile liberalizării mișcărilor de capitaluri, ratele interne ale dobânzii sunt legate de cele din țara a cărei monedă servește drept ancoră. Prin urmare, țara care practică țintirea cursului de schimb își pierde capacitatea de a utiliza măsurile de politică monetară pentru a reacționa la șocurile interne, independente de cele din țara monedei ancoră. Imposibilitatea pentru o țară de a promova o politică monetară independentă în condițiile practicării unui regim de curs de schimb fix și al liberalizării mișcărilor de capitaluri este pusă în evidență de *„triunghiul incompatibilităților"* (a se vedea caseta de mai jos);
- *șocurile din economia monedei ancoră se transmit și în economia cu regim de curs de schimb fix* pentru că modificarea ratelor de dobândă din țara monedei ancoră determină o modificare proporțională și în țară care practică țintirea cursului de schimb;
- *o țară care practică un regim de cursuri fixe devine vulnerabilă* în fața atacurilor speculative asupra monedei. Costurile mari determinate de încercarea de a rezista atacurilor speculative face ca rata de schimb fixă să fie abandonată, iar deprecierile antrenează scăderea încrederii publicului în autoritatea monetară, exercitarea de presiuni asupra prețurilor și creșterea inflației;
- *în economiile emergente, țintirea cursului de schimb poate să determine instabilitate financiară sau chiar crize financiare* în cazul în care ținta este ratată. De exemplu, cazul crizelor din Chile (1982), Mexic (1994 și 1995) și Asia de Sud- Est (1997-1998).

Dezavantajele pe care le prezintă țintirea cursului de schimb a determinat multe state să renunțe la această strategie de politică monetară în favoarea strategiei de țintire a inflației.

---

[53] Popa, Cristian – „Țintele alternative în orientarea politicii monetare", în *Caiete de studii*, nr. 9/2000, p. 10, http// www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Caiete/2000cs09.pdf

[54] Dumitru, Ionuț – „Politica monetară a BNR și procesul dezinflaționist din perspectiva integrării europene", teză de doctorat, București, 2006, p. 40.

Renunţarea la regimul de ţintire a cursului de schimb nu înseamnă că problema stabilităţii cursului de schimb este lipsită de importanţă. În condiţiile deschiderii şi internaţionalizării pieţelor, stabilitatea cursului de schimb a devenit una dintre cele mai importante ancore antiinflaţioniste şi, totodată, un indicator al performanţei economice[55]. Mişcările de capitaluri peste graniţă antrenează modificarea cursului de schimb şi, prin aceasta, sunt perturbate relaţiile de comerţ exterior ale ţării, care, la rândul lor, influenţează activitatea economică internă. Pentru evitarea acestor perturbaţii sau pentru limitarea efectelor negative, băncile centrale trebuie să intervină pentru asigurarea stabilităţii cursului de schimb.

De altfel, obiectivul de stabilitate internă a preţurilor nu poate fi atins decât în condiţiile unei anumite stabilităţi a cursului de schimb. Pe de altă parte, asigurarea stabilităţii cursului de schimb la un nivel corespunzător activităţii economiei reale stimulează dezvoltarea relaţiilor de comerţ exterior.

„Triunghiul incompatibilităţilor" sau **„trinitatea imposibilă"** (a se vedea figura 20) a fost pus în evidenţă de economiştii J. M. Fleming şi R. A. Mundell, care au arătat că o ţară nu poate să aibă simultan un regim de curs de schimb fix, libertatea mişcărilor de capital şi o politică monetară independentă. Aceste trei obiective nu sunt compatibile decât două câte două, astfel:

- dacă o ţară alege practicarea unui **regim de curs de schimb fix şi independenţa politicii monetare**, trebuie **să renunţe la libertatea mişcării capitalurilor** (prin instituirea unui control asupra acestuia);

- dacă se alege un **regim de curs de schimb fix şi libertatea circulaţiei capitalurilor nu se poate promova o politică monetară independentă**;

- în cazul în care se alege **libertatea circulaţiei capitalurilor, şi independenţa politicii monetare, cursul de schimb trebuie să fie flotant.**

Practica economică arată cazul unor ţări, care au încercat să promoveze simultan cele trei elemente şi au înregistrat crize financiare semnificative. De exemplu, criza din Mexic din anii 1994 -1995, criza financiară asiatică din anii 1997 – 1998.

[55] Rădulescu, Eugen – *Inflaţia, marea provocare*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1999, p. 33.

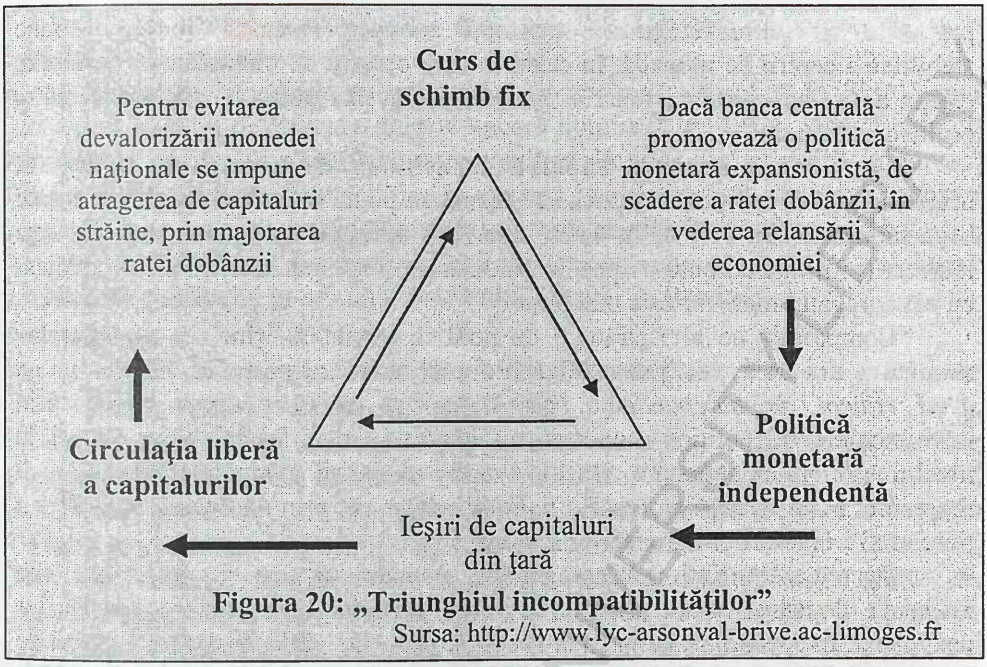


Figura 20: „Triunghiul incompatibilităților"
Sursa: http://www.lyc-arsonval-brive.ac-limoges.fr

1.2. Ţintirea agregatelor monetare (money targeting);

Strategia de ţintire a agregatelor monetare presupune utilizarea explicită de către autoritatea monetară a unui agregat monetar în calitate de ancoră nominală (obiectiv intermediar) în vederea atingerii obiectivului de asigurare a stabilităţii preţurilor.

Ţintirea agregatelor monetare are la bază teoria cantitativă a monedei, conform căreia, pe termen lung, creşterea nivelului preţurilor este determinată de creşterea ofertei de monedă. În acest sens, utilizarea agregatelor monetare drept ţintă (obiectiv) intermediară de politică monetară presupune stabilirea unui anumit nivel de creştere a masei monetare (care diferă de la o ţară la alta, în funcţie de agregatul monetar ales) compatibil cu stabilitatea preţurilor şi controlul acestuia în vederea eliminării excesului de lichiditate din economie.

În cadrul strategiei de ţintire a agregatelor monetare, politica monetară promovată de banca centrală vizează, în mod prioritar, controlul volumului mijloacelor de plată din economie în scopul evitării dezechilibrelor monetare.

Implementarea strategiei de ţintire a agregatelor monetare presupune îndeplinirea anumitor condiţii[56]:

a) între agregatul monetar ales drept ţintă intermediară şi obiectivul final să existe o legătură puternică şi previzibilă astfel încât, prin influenţarea agregatului respectiv, banca centrală să poată influenţa nivelul

[56] Bran, Paul, Costică, Ionela – *Economie monetară internațională*, suport curs digital, www.ase.ro/biblioteca.

preţurilor în vederea asigurării stabilităţii acestora. Această condiţie impune stabilitatea cererii de monedă. În cazul în care cererea de monedă este instabilă, relaţia dintre agregatul monetar şi ţinta finală nu mai poate fi utilizată de către politica monetară;

b) banca centrală să aibă capacitatea de a controla agregatul monetar ales drept ţintă. Autoritatea monetară poate să controleze direct numai baza monetară, în timp ce în cazul celorlalte agregate monetare controlul este indirect (prin instrumente de politică monetară) şi cu atât mai dificil de realizat cu cât agregatul monetar este mai larg.

Comparativ cu alte strategii de politică monetară, **ţintirea agregatelor monetare are ca avantaj semnificativ** faptul că *banca centrală dispune de un grad ridicat de independenţă*, care-i permite să reacţioneze rapid, prin instrumentele de politică monetară, în condiţiile manifestării unor şocuri la nivelul economiei naţionale. Un alt avantaj al ţintirii agregatelor monetare îl reprezintă *transparenţa ridicată a politicii monetare*, prin anunţarea periodică a ţintelor şi a nivelurilor agregatelor monetare.

Strategia de ţintire a agregatelor monetare a fost implementată sub influenţa doctrinei monetariste[57] de către autorităţile monetare ale ţărilor dezvoltate, în special, în anii '70 ai secolului XX. De pildă, Sistemul Federal de Rezerve al SUA, începând cu anul 1972; Banca Germaniei Federale, din 1974; Banca Angliei, Banca Franţei, din anul 1976; băncile centrale ale ţărilor din Europa Centrală şi de Est, din anul 1990.

Sub impactul inovaţiilor financiare, *masa monetară este mai dificil de măsurat*, iar *relaţiile dintre agregatele monetare* reţinute în calitate de ţinte intermediare (obiective intermediare sau specifice) ale politicii monetare *şi nivelul preţurilor* (obiectiv final) *sunt mai volatile şi greu de previzionat*. Prin urmare, autorităţile monetare din diferite ţări au urmărit alegerea altor ţinte, care sunt mai puţin afectate de inovaţiile financiare, cum ar fi nivelul preţurilor sau produsul intern brut nominal. În acest nou context, începând cu anii '90, băncile centrale ale unor ţări au optat, aşa cum vom vedea ulterior, pentru ţintirea directă a inflaţiei.

Deşi creşterea masei monetare nu mai reprezintă un obiectiv prioritar al politicii monetare, controlul acesteia rămâne fundamental deoarece corelarea volumului mijloacelor de plată din economie cu nevoile acesteia reprezintă o premisă esenţială pentru asigurarea unei creşteri economice durabile.

1.3. Strategia bazată pe ancora nominală implicită

În cadrul unei asemenea strategii nu se stabileşte explicit o ancoră nominală.

Implementarea cu succes a strategiei bazată pe ancora nominală implicită presupune ca autoritatea monetară să dispună de un grad ridicat de credibilitate,

---

[57] potrivit căreia, obiectivul central al autorităţilor monetare îl constituie stabilirea unei rate de creştere a masei monetare la un nivel cât mai apropiat posibil de rata de creştere a economiei reale.

dobândit ca urmare a manifestării de lungă durată a stabilității monetare și a prețurilor în țara respectivă[58].

Strategia bazată pe ancora nominală implicită se aplică în SUA, unde Sistemul Federal de Rezerve alege o ancoră nominală implicită, care să permită asigurarea stabilității prețurilor pe termen lung. Politica discreționară promovată în SUA a obținut rezultate pozitive în materie de inflație și de ocupare a forței de muncă, însă nu este transparentă și este vulnerabilă la problemele legate de inconsistența în timp. Succesul politicii monetare promovate în SUA s-ar datora încrederii publicului în oficialii Sistemului Federal de Rezerve.

2. Strategii directe de politică monetară (Țintirea directă a inflației)

Comparativ cu strategiile de politică monetară indirecte (prezentate anterior), care urmăresc atingerea obiectivului final (de asigurare și menținere a stabilității prețurilor) prin fixarea unor ținte (obiective) intermediare, strategiile directe urmăresc țintirea nemijlocită (directă) a inflației.

Preocuparea sporită pentru asigurarea stabilității prețurilor, în calitate de premisă esențială a unei creșteri economice durabile, s-a concretizat în adoptarea de către băncile centrale din numeroase țări, începând cu anii '90, a unei noi strategii de politică monetară, și anume **țintirea directă a inflației** (inflation targeting).

Conceptul de țintire directă a inflației este unul dintre cele mai moderne în materie (discuții teoretice având loc în anii '80) și se definește ca **strategie de politică monetară caracterizată prin adoptarea publică a unei ținte cantitative de inflație** pentru unul sau mai multe orizonturi de timp și **asumarea explicită a stabilității prețurilor în calitate de obiectiv primordial al politicii monetare**[59].

Strategia de țintire directă a inflației a fost adoptată pentru prima dată la începutul anilor '90 ai secolului XX, de țări dezvoltate, precum Noua Zeelandă (1990), Canada (1991), Marea Britanie și Suedia (1993), ca urmare a reducerii eficienței strategiei de țintire a agregatelor monetare sau a cursului de schimb. Ulterior, țintirea directă a inflației a fost implementată și în țări emergente și în curs de dezvoltare, aflate în condiții diferite din punct de vedere economic. Până în prezent, 30 de țări au adoptat această strategie de politică monetară. Dintre acestea, Finlanda și Spania au abandonat acest regim odată cu aderarea la Uniunea Monetară Europeană (în anul 1999), iar de la 1 ianuarie 2009 renunță și Slovacia. În condițiile actuale, practicarea strategiei de țintire a inflației pe plan mondial este prezentată în tabelul 3.

Țintirea directă a inflației presupune cel puțin cinci componente[60]:

---

[58] Costică, Ionela, Lăzărescu, Sorin, Adrian – *op. cit.*, p. 70.

[59] http://www.bnr.ro/Glosar-2444.aspx

[60] Popa, Cristian – „Țintele alternative în orientarea politicii monetare", p. 9, *Caiete de studii*, nr. 9/2000, http// www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Caiete/2000cs09.pdf

1) statuarea asigurării stabilităţii preţurilor în calitate de obiectiv unic sau prioritar al politicii monetare, fie pe cale constituţională, fie prin angajamentul public al autorităţii monetare. Asigurarea stabilităţii preţurilor semnifică atingerea unui nivel scăzut şi stabil a ratei inflaţiei.

2) cuantificarea obiectivului politicii monetare drept o rată a inflaţiei ce urmează a fi atinsă în cadrul unui interval de timp (cel mai adesea anual, fiind însă posibilă şi definirea de obiective plurianuale sau pe termen mediu). Ţinta de inflaţie poate fi stabilită de guvern şi delegată băncii centrale, stabilită în comun sau precizată independent de către autoritatea monetară;

3) independenţa băncii centrale în utilizarea instrumentelor de politică monetară pentru atingerea ratei ţintite a inflaţie. O asemenea independenţă a băncii centrale s-ar manifesta, în special, prin reducerea rolului ţintelor intermediare.

4) elaborarea şi aplicarea politicii monetare în condiţii de transparenţă deplină, prin publicarea regulată de către autoritatea monetară a unor rapoarte asupra inflaţiei;

5) existenţa răspunderii băncii centrale pentru eşecurile în atingerea ţintelor de inflaţie stabilite. Penalizările băncii centrale pentru nerealizarea obiectivului propus pot îmbrăca forme diverse, de la cele explicite (demiterea guvernatorului sau reducerea bugetului băncii) până la costurile implicite de ordin reputaţional.

Tabelul 3. Strategia de ţintire a inflaţiei pe plan mondial

Ţări	Data adoptării	Ţinta de inflaţie*	Ţări	Data adoptării	Ţinta de inflaţie*
Africa de Sud	2000	3–6%	Israel	1992	1–3%
Australia	1993	2–3%	Marea Britanie	1992	2%
Brazilia	1999	4%±2%	Mexic	2001	3%
Botswana[1]	2006	3–6%	Noua Zeelandă	1990	1–3%
Canada[2]	1991	1–3%	Norvegia	2001	2,5%
Cehia	1998	3%±1%	Peru	2002	2% ±1,5%
Chile	1991	2–4%	Polonia	1999	2,5% ±1%
Columbia	1999	2–4%	România	2005	4% ±1%
Coreea de Sud	2001	3%±1%	Serbia	2007	4–8%
Elveţia	2000	0–2%	Slovacia[3]	2005	0–2%
Filipine	2002	4–5%	Suedia	1993	2% ±1%
Ghana	2007	0–10%	Tailanda	2000	0–3%
Indonezia	2005	6% ±1%	Turcia	2006	4%±2%
Islanda	2001	2,5 ±1,5%	Ungaria	2001	3%

*pentru anul 2007.

[1)] adoptare formală; [2)] 2% valoare centrală; [3)] abandonarea ţintirii directe a inflaţiei de la 1 ianuarie 2009 (aderarea la UME).

Sursa: Central Bank of Iceland – Monetary Bulletin nº2, 2007, p. 46, http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5309; IMF – *Inflation Targeting and the IMF*, 2006, p.5, httpwww.imf.orgexternalnpppeng2006031606.pdfwww.imf.org/external; site-uri bănci centrale

Implementarea strategiei de țintire directă a inflației presupune îndeplinirea unor condiții semnificative, care pot fi grupate pe două categorii[61]:

a) Cerințe instituționale:

– *prioritatea absolută a inflației față de alte obiective*, cum ar fi creșterea economică, competitivitatea externă sau creșterea gradului de ocupare a forței de muncă;

– *independența băncii centrale în utilizarea instrumentelor de politică monetară*. Această independență presupune, în plan instituțional, existența unei legi care să statueze independența consiliului de administrație al băncii centrale (numit pe termen lung și protejat de revocări arbitrare) și să acorde băncii centrale controlul exclusiv și complet în alegerea și aplicarea instrumentelor de politică monetară;

– *armonizarea politicii monetare cu politica fiscală*. În condițiile priorității absolute a obiectivului de inflație, politica fiscală trebuie să-și ajusteze comportamentul astfel încât să nu pericliteze obiectivul de inflație. Aceasta ar presupune absența oricăror simptome de dominanță fiscală (adică, finanțarea deficitului public direct de către banca centrală sau de către sistemul bancar să fie redusă sau chiar inexistentă; piețele financiare interne să fie suficient de dezvoltate pentru a permite tranzacționarea instrumentelor de îndatorare publice sau private; nivelul datoriei publice să fie sustenabil) și manifestarea disciplinei fiscale la nivelul agenților economici;

– *un sistem financiar bine dezvoltat*. În condițiile în care piețele financiare sunt slab dezvoltate, acestea nu pot oferi informații privind anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, informații necesare băncii centrale pentru elaborarea strategiei de țintire directă a inflației. De asemenea, un sector bancar slab dezvoltat reprezintă un factor de risc pentru reușita strategiei de țintire directă a inflației, deoarece există posibilitatea ca banca centrală să sacrifice obiectivul de inflație pentru a se evita o criză de sistem;

– *curs de schimb flexibil*. Flexibilitatea cursului de schimb reprezintă o cerință a regimului de țintire a inflației ce rezultă din asumarea ca obiectiv prioritar a țintei de inflație. Însă, în cazul piețelor emergente, unde fenomenul de dolarizare sau euroizare este foarte ridicat, flexibilitatea cursului de schimb poate conduce la crize financiare, deoarece deprecierea semnificativă a monedei naționale poate determina creșterea datoriilor exprimate în valută, iar aprecierea monedei naționale poate antrena deteriorarea balanței comerciale. În acest context, implementarea țintirii directe a inflației, în economiile emergente, trebuie să fie precedată de introducerea unor reglementări prudențiale stricte și a

[61] Popa, Cristian – *op. cit.*, pp. 9-13.

unei supravegheri eficiente a instituţiilor financiare pentru a se asigura capacitatea sistemului financiar de a absorbi şocurile cursului de schimb;

– *transparenţa politicii monetare şi responsabilitatea băncii centrale.* Transparenţa politicii monetare se poate asigura prin comunicarea publică a obiectivelor, instrumentelor şi deciziilor de politică monetară şi contribuie la întărirea credibilităţii băncii centrale, precum şi la sporirea gradului de responsabilitate în faţa publicului.

b) Implementarea regimului de ţintire directă a inflaţiei presupune şi îndeplinirea unor **cerinţe tehnice:**

– **alegerea unui indice de preţuri adecvat**, care să fie uşor de înţeles de către public şi reprezentativ pentru puterea de cumpărare a banilor De pildă, multe bănci centrale care au adoptat regimul de ţintire directă a inflaţiei utilizează indicele preţurilor de consum (IPC) sau îşi fixează ţinta de inflaţie în termenii inflaţiei de bază, care presupune eliminarea directă din IPC a preţurilor administrate şi a celor cu volatilitate ridicată;

– **stabilirea explicită a unei ţinte cantitative, a intervalului de fluctuaţie acceptat şi a orizontului de timp** în cadrul căruia se va urmări atingerea obiectivului. Datorită controlului imperfect al politicii monetare asupra inflaţiei, dar şi pentru menţinerea unei anumite flexibilităţi a politicii monetare în ceea ce priveşte reacţia la şocurile pe termen scurt, ţinta de inflaţie poate avea o bandă de fluctuaţie în jurul punctului central[62]. Dimensiunea benzii ţintă reprezintă un compromis între a alege o bandă îngustă cu riscul de a fi depăşită ocazional sau o bandă largă, care poate fi percepută ca o atitudine prea relaxată a politicii monetare. Lărgimea benzii ţintă diferă de la o ţară la alta, astfel: unele ţări stabilesc ţinta ca o bandă de fluctuaţie (de exemplu, în Noua Zeelandă, Canada, Israel, ţinta anunţată pentru anul 2007 a fost 1-3%), în alte ţări, se stabileşte un punct de referinţă cu o marjă de fluctuaţie (de exemplu, ţinta anunţată pentru anul 2007 a fost: 3 ±1% în Cehia; 2,5± 1,5% în Islanda; 4 ±1% în România etc.). În ceea ce priveşte orizontul de timp în care ţinta va fi atinsă, acesta depinde de nivelul iniţial al inflaţiei şi de durata mecanismului de transmitere a politicii monetare. De exemplu, în Noua Zeelandă şi în Canada, orizontul de timp pentru atingerea ţintei iniţiale a fost de 18 luni. Următoarele ţinte au fost fixate la intervale mai scurte (12 luni), iar din momentul în care inflaţia a fost redusă la un nivel acceptabil pe termen lung, ambele ţări au stabilit ca obiectivul să fie urmărit în orice moment, pe un orizont de 5 ani. În România, ţintele de inflaţie sunt fixate pentru o perioadă de 12 luni şi comunicate pentru o perioadă de doi ani în avans (de pildă, pentru anul 2009 şi 2010, ţinta de inflaţie a fost stabilită la 3,5% ± un punct procentual[63]).

---

[62] sau poate fi doar un număr, fără bandă, cum este cazul Băncii Angliei (ţinta de inflaţie este stabilită la 2%).

[63] http://www.bnr.ro/Tintele-de-inflatie-3325.aspx

– **definirea clauzelor de exonerare.** O asemenea cerință se impune datorită posibilității manifestării unor șocuri semnificative ale ofertei (de exemplu, fluctuații mari ale prețurilor internaționale ale petrolului, materiilor prime, produselor agricole, modificări ale impozitelor indirecte etc.), care sunt în afara controlului băncii centrale. În aceste condiții, încercarea de a atinge ținta de inflație poate să determine o volatilitate ridicată atât la nivelul producției, cât și la nivelul ocupării forței de muncă. Prin urmare, banca centrală nu va răspunde la astfel de șocuri și va fi exonerată de răspundere.

– **realizarea unor proiecții de inflație** prin utilizarea modelelor econometrice.

Comparativ cu celelalte strategii de politică monetară, țintirea directă a inflației prezintă anumite avantaje semnificative, printre care:

- *permite asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu și lung cu impact pozitiv asupra creșterii economice*, prin fixarea anticipațiilor cu privire la inflație la un nivel scăzut, apropiat de țintă;
- transparența acestei strategii contribuie la *creșterea credibilității autorității monetare* și, prin urmare, *a eficienței politicii monetare*;
- este o *strategie ușor înțeleasă de către public*, care poate să aprecieze măsura în care deciziile adoptate de banca centrală au contribuit la asigurarea și menținerea stabilității prețurilor;
- este o *strategie flexibilă* în cadrul căreia banca centrală urmărește în orice moment să atingă obiectivul de inflație, prin alegerea unei structuri adecvate a instrumentelor de politică monetară.

Pe lângă avantaje, **țintirea directă a inflației prezintă și unele dezavantaje.**

Un prim dezavantaj este acela că în perioada imediat următoare implementării acestei strategii se poate înregistra o *reducere a ritmului de creștere economică*, ca urmare a promovării de către banca centrală a unei politici monetare restrictive cu scopul de a dobândi credibilitate și de a-și arăta angajamentul ferm față de stabilitatea prețurilor.

Un alt dezavantaj se poate manifesta *în economiile emergente*, caracterizate print-un grad ridicat de deschidere, în cadrul cărora *fluctuațiile cursului de schimb* (una din precondițiile strategiei de țintire directă a inflației) *pot să determine instabilitate la nivelul sistemului financiar.*

În concluzie, studiile de specialitate și experiența practică arată că **țintirea directă a inflației este strategia cea mai eficientă pentru atingerea obiectivului final al politicii monetare, și anume asigurarea și menținerea stabilității prețurilor.** Rezultatele obținute de țările care au optat pentru țintirea directă a inflației sunt pozitive, în toate cazurile, rata inflației înregistrând o scădere după introducerea noului regim.

De asemenea, experienţa practică arată că, în cazul multor ţări în curs de dezvoltare şi chiar dezvoltate, chiar dacă o parte din condiţiile necesare implementării noii strategii nu au fost îndeplinite, această strategie a avut succes (a se vedea caseta de mai jos). Însă, toate ţările au rezolvat, înainte de adoptarea noii strategii, dezechilibrele semnificative din economie. De altfel, ţintirea inflaţiei nu poate să fie eficientă decât în condiţiile realizării unor reforme structurale (programe de privatizare a întreprinderilor şi băncilor de stat, reforma pensiilor, restructurarea datoriei publice, limitarea deficitului bugetar).

Respectarea condiţiilor necesare implementării strategiei de ţintire directă a inflaţiei poate să fie măsurată cu ajutorul unor indicatori calitativi, şi anume: infrastructura tehnică, sănătatea sectorului financiar, independenţa băncii centrale şi structura economică. Valoarea acestor indicatori este cuprinsă între 0 şi 1 (valoarea 1 reprezentând rezultatul cel mai bun).

Rezultatele acestor indicatori în perioada premergătoare adoptării regimului de ţintire directă a inflaţiei şi după implementarea acestui regim sunt prezentate în tabelul 3. Pe baza datelor din tabelul 3 se constată că, atât ţările emergente cât şi ţările industrializate nu au îndeplinit integral condiţiile necesare pentru implementarea regimului de ţintire a inflaţiei. În schimb, după adoptarea acestui regim, s-a înregistrat o îmbunătăţire a condiţiilor respective.

Tabelul 4: Indicatori de măsurare a condiţiilor necesare implementării regimului de ţintire a inflaţiei

	Ţintirea inflaţiei			
	Ţări emergente		*Ţări industrializate*	
	înainte de adoptarea regimului	după doptarea regimului	înainte de adoptarea regimului	după adoptarea regimului
Infrastructura tehnică	0,29	0,97	0,74	0,98
Sănătatea sectorului financiar	0,41	0,48	0,53	0,60
Independenţa băncii centrale	0,59	0,72	0,56	0,78
Structura economică*	0,36	0,46	0,47	0,55

*flexibilitatea cursului de schimb, dolarizarea, gradul de deschidere a economiei.

Sursa: Sophie Chauvin, Oliver Basdevant – „Le ciblaje d'inflation à travers l'expérience des pays latino- américains", *Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques*, N° 105, 2006, p.7.

3.3. Obiectivele intermediare (specifice) şi operaţionale ale politicii monetare

După cum am mai precizat, obiectivele finale ale politicii monetare coincid cu cele ale politicii economice. Pentru atingerea obiectivelor finale, băncile centrale au la dispoziţie anumite instrumente (operaţiunile de open-market, facilităţile permanente, rezervele bancare minime obligatorii), care, însă, influenţează, indirect şi după o anumită perioadă de timp, obiectivele finale. Astfel, pentru realizarea unei legături între instrumentele de care dispun şi atingerea obiectivelor finale urmărite, băncile centrale stabilesc două tipuri de obiective (ţinte): intermediare şi operaţionale.

Obiectivele (ţintele) intermediare sunt variabile monetare care au o influenţă directă asupra obiectivelor finale (de pildă, agregatele monetare, cursul de schimb) **şi care servesc drept ţintă pentru autorităţile monetare.** Obiectivele intermediare sunt obiective specifice ale politicii monetare şi prin intermediul lor autorităţile monetare urmăresc să atingă obiectivele finale.

Criteriile folosite la alegerea obiectivelor intermediare sunt, în principal, următoarele[64]:

- **posibilitatea de măsurare corectă a acestora** – un asemenea criteriu prezintă importanţă în aprecierea eficienţei măsurilor de politică monetară;
- **posibilitatea de a fi controlate de către autorităţile monetare** – controlul exercitat de banca centrală asupra obiectivului intermediar este necesar pentru readucerea acestuia pe traiectoria stabilită, atunci când se constată abateri de la aceasta;
- **previzibilitatea impactului asupra obiectivului final urmărit** – obiectivul intermediar ales de banca centrală trebuie să aibă un efect previzibil asupra obiectivului final.

În condiţiile în care o variabilă intermediară nu îndeplineşte criteriile menţionate, ea nu poate să aibă rolul de ţintă intermediară (de pildă, în condiţiile actuale, agregatele monetare). Însă, este posibil ca autorităţile monetare să utilizeze variabila respectivă în calitate de *variabilă de referinţă sau de informare*. De asemenea, referitor la criteriile utilizate pentru alegerea obiectivelor intermediare, se apreciază că cel mai important criteriu ar fi previzibilitatea impactului asupra obiectivului final. Astfel, în condiţiile în care o variabilă monetară poate să fie măsurată cu exactitate şi controlată de banca centrală, dar impactul său asupra obiectivului final nu este previzibil, ea nu poate fi aleasă drept obiectiv (ţintă) intermediar al politicii monetare[65].

Utilizarea obiectivelor (ţintelor) intermediare prezintă anumite avantaje, printre care: posibilitatea controlului, definirea unui etalon cantitativ pentru

[64] Isărescu, Mugur – *op.cit.*, p. 168.

[65] Barth, Richard – „The Framework of Monetary Policy", 2002, http:// www.imf.org/ External/ Pubs/nft/2002/macro.

evaluarea performanţelor autorităţii monetare în respectarea angajamentelor, posibilitatea autorităţii monetare de a manevra rapid instrumentele de politică monetară în cazul înregistrării unor dezechilibre comparativ cu situaţia în care s-ar concentra asupra obiectivului final.

Variabilele intermediare nu se află sub controlul direct al băncilor centrale astfel că acestea stabilesc alte variabile numite obiective (ţinte) operaţionale.

Obiectivele (ţintele) operaţionale sunt variabile monetare care se află sub controlul direct al băncii centrale (cum ar fi, baza monetară, rata dobânzii de pe piaţa interbancară) **şi care sunt utilizate de banca centrală pentru a influenţa obiectivele intermediare urmărite**. Prin urmare, obiectivele operaţionale asigură legătura dintre instrumentele de politică monetară şi obiectivele intermediare ale acesteia.

Comparativ cu ţintele intermediare, ţintele operaţionale au capacitatea de a reflecta cu precizie şi rapiditate caracterul politicii monetare pentru care se optează (politică monetară expansionistă sau restrictivă) şi, totodată, prin intermediul lor autorităţile monetare transmit participanţilor pe pieţele financiare semnale rapide, clare şi precise cu privire la caracterul politicii monetare promovate[66]. De pildă, sub impactul inovaţiilor financiare, masa monetară (variabilă intermediară) este mai dificil de măsurat şi evoluţia sa nu mai poate să fie controlată riguros de autorităţile monetare. Astfel, se recurge la utilizarea ţintelor operaţionale, cum ar fi ratele de dobândă pe termen scurt, care reflectă caracterul restrictiv sau expansionist al politicii monetare.

Criteriile de alegere a obiectivelor operaţionale sunt similare celor prezentate la obiectivele intermediare, cu excepţia celui de-al treilea criteriu, care are în vedere impactul previzibil al obiectivului operaţional asupra celui intermediar.

Principalele obiective operaţionale principale ale politicii monetare sunt reprezentate, fie de **baza monetară**, fie de **rata dobânzii de pe piaţa interbancară**.

Alegerea unei variabile monetare în calitate de obiectiv (ţintă) operaţional al politicii monetare se realizează în strânsă legătură cu variabila care apare în calitate de obiectiv intermediar. De exemplu, dacă politica monetară are ca obiectiv intermediar controlul agregatelor monetare, se poate alege drept obiectiv operaţional controlul bazei monetare sau controlul ratei dobânzii de pe piaţa interbancară. În România, politica monetară promovată de BNR a urmărit, până în luna august 2005 (când s-a adoptat strategia de ţintire directă a inflaţiei), atingerea obiectivului final (asigurarea şi menţinerea stabilităţii preţurilor) prin controlul masei monetare (M_2) în calitate de obiectiv intermediar, care s-a realizat prin controlul bazei monetare ca obiectiv operaţional.

De asemenea, în alegerea ţintei operaţionale trebuie să se aibă în vedere capacitatea ei de a permite implementarea în bune condiţii a politicii monetare

[66] Plihon, Dominique – *La monnaie et ses mècanismes*, Editions La Découverte & Syros, Paris, 2001, p. 88.

și, implicit, atingerea obiectivului final al acesteia. De exemplu[67], în cazul în care obiectivul final al politicii monetare este menținerea echilibrului extern, se apreciază că ținta operațională adecvată este rata dobânzii de pe piața interbancară datorită corelației dintre rata dobânzii și cursul de schimb. Însă, în condițiile în care rata inflației este ridicată, alegerea ca țintă operațională a ratei dobânzii ar genera presiuni și mai puternice în plan inflaționist astfel că echilibrul extern ar fi susținut în condițiile unor dezechilibre semnificative în plan intern.

În cazul țărilor dezvoltate, se constată utilizarea ratei dobânzii ca obiectiv operațional, în defavoarea bazei monetare, chiar dacă influența exercitată asupra agregatelor monetare este mai mică comparativ cu baza monetară.

Începând cu anii '90, în unele țări, autoritățile monetare nu mai stabilesc explicit obiective intermediare, astfel că există o legătură directă între obiectivele operaționale și obiectivele finale ale politicii monetare (de exemplu, cazul țărilor care au adoptat strategia de țintire directă a inflației).

În baza celor prezentate, funcționarea politicii monetare se poate reprezenta prin figura 21.

Din figura 21 se constată că obiectivele intermediare ale politicii monetare asigură legătura dintre instrumentele și obiectivele finale ale acesteia (respectiv, ale politicii economice generale). Ele apar în calitate de **obiective specifice ale politicii monetare** și se referă la următoarele:

- **țintirea agregatelor monetare;**
- **țintirea cursului de schimb;**
- **țintirea ratei dobânzii;**
- **o „bună alocare" a resurselor financiare ale națiunii.**

Alegerea unui anumit obiectiv intermediar (specific) al politicii monetare depinde de mai mulți factori, printre care un rol principal îl au:

✓ **cadrul instituțional prezent în țara respectivă.** De pildă, în condițiile în care finanțarea economiei se realizează predominant prin credite bancare, cel mai adecvat obiectiv specific al politicii monetare poate să fie considerat controlul masei monetare. Dacă, dimpotrivă, predomină finanțarea directă a economiei prin piața financiară, se poate alege, în calitate de obiectiv specific al politicii monetare, nivelul ratei dobânzii. În condițiile în care o țară optează pentru cursurile de schimb fixe, se poate alege, în calitate de obiectiv specific, nivelul cursului de schimb;

✓ **concepția teoretică de referință adoptată de autorități.** De pildă, potrivit concepției keynesiste, obiectivul final al politicii monetare îl reprezintă creșterea economică și ocuparea forței de muncă, iar obiectivul intermediar central este controlul ratelor de dobândă. Dimpotrivă, concepția monetaristă susține în calitate de obiectiv final al politicii monetare, stabilitatea prețurilor, iar ca obiectiv intermediar controlul masei monetare.

[67] Costică, Ionela, Lăzărescu, Sorin Adrian – *op. cit.*, p. 74.

În ceea ce priveşte primele două obiective intermediare menţionate anterior, acestea au fost prezentate în cadrul strategiilor indirecte de politică monetară[68] astfel că, în continuare, sunt abordate celelalte două obiective.

Ţintirea ratei dobânzii[69]

Rata dobânzii ocupă un loc central în cadrul teoriei keynesiste. În timp ce adepţii acestei teorii susţin o rată a dobânzii situată la un nivel cât mai scăzut posibil, pentru monetaristi singura care contează este cantitatea de monedă. Aceştia din urmă susţin că dacă ar trebui să se preocupe de rata dobânzii, ceea ce ar conta ar fi nivelul ei real, care, însă, este mai dificil de măsurat. Aceasta pentru că rata reală a dobânzii se obţine după ajustarea ratei nominale prin inflaţie, care este dificil de estimat în viitor.

Până la începutul anilor '70, când obiectivul prioritar al politicii economice era creşterea economică şi ocuparea forţei de muncă, **controlul ratei dobânzii a constituit obiectivul specific (intermediar) fundamental al politicii monetare**. Autoritatea monetară avea misiunea de a stabili o rată adecvată a dobânzii pentru a controla piaţa monetară.

Începând cu anii '70, în condiţiile accelerării inflaţiei, s-a renunţat, progresiv, la rata dobânzii în calitate de obiectiv intermediar (specific) fundamental al politicii monetare interne, întrucât autorităţile monetare ar fi fost determinate să o mărească la un nivel intolerabil pentru întreprinderi şi pentru economia reală, în general. O rată ridicată a dobânzii ar fi descurajat pentru mult timp cererile de credite şi ar fi alimentat anticipările inflaţioniste de creştere a preţurilor. Pe de altă parte, dacă avem în vedere că până în anii '80, creditul bancar a deţinut o pondere ridicată în cadrul resurselor de finanţare a întreprinderilor (predomina finanţarea mediată de către bănci), o rată prea ridicată a dobânzii ar fi blocat creşterea capacităţilor de producţie.

Stabilirea ratei dobânzii în calitate de obiectiv specific (intermediar) al politicii monetare presupune ca banca centrală să fie în măsură să o controleze, întrucât nivelul şi evoluţia ei influenţează, în mod direct, comportamentul agenţilor nefinanciari în materie de consum şi de economisire, precum şi opţiunea deţinătorilor de capital între investiţii şi plasamente. Astfel, nivelul ratei dobânzii trebuie să fie suficient de atractiv pentru a stimula economisirea şi pentru a asigura o selecţie satisfăcătoare a investiţiilor, fără să frâneze excesiv creşterea economică.

În contextul liberalizării financiare, ratele de dobândă nu mai pot să fie utilizate în calitate de obiectiv specific (intermediar) al politicii monetare întrucât, pe de o parte, băncile centrale nu mai pot să controleze decât ratele de dobândă pe termen scurt (cele pe termen lung sunt fixate de pieţele financiare), însă nivelul acestora nu poate să fie determinat cu anticipaţie, iar, pe de altă parte, ele au un impact imprevizibil asupra obiectivelor finale ale politicii

[68] a se vedea paragraful 3.2.

[69] a se vedea şi Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, pp. 81-84.

monetare (ratele de dobândă nu mai îndeplinesc criteriile utilizate de autoritățile monetare în alegerea obiectivelor intermediare ale politicii monetare).

Totuşi, **rata dobânzii rămâne un instrument important al politicii monetare, atât pe plan intern, cât şi extern:**

- pe plan intern, influenţează cererea de credite, volumul investiţiilor, gradul de ocupare a forţei de muncă, arbitrajul dintre titlurile financiare şi monedă, şi implicit cererea globală;
- pe plan extern, rata dobânzii are un impact însemnat asupra fluxurilor de capital pe termen scurt.

Alocarea resurselor financiare

Politica monetară poate să aibă în calitate de obiectiv specific **o bună alocare a resurselor financiare ale naţiunii**. De regulă, alocarea resurselor financiare se realizează în funcţie de rentabilitatea comparată a diferitelor utilizări posibile. Însă, acest criteriu defavorizează investiţiile a căror rentabilitate este mai îndepărtată şi incertă. Din acest motiv, autorităţile monetare, prin participarea lor la realizarea obiectivelor politicii economice, pot să orienteze resursele financiare spre domenii de activitate a căror rentabilitate se înscrie într-o perspectivă mai îndelungată, dar care sunt considerate de către autorităţile administrative ca domenii prioritare pentru dezvoltarea economico – socială a ţării. În acest scop, în majoritatea ţărilor, autorităţile monetare au recurs la instrumente de intervenţie directă, cum ar fi încadrarea şi selectivitatea creditului[70]. Însă, dezavantajele acestor instrumente, precum şi mutaţiile înregistrate de sistemele financiare naţionale au determinat abandonarea sau limitarea utilizării lor şi, astfel, în prezent, asistăm la limitarea utilizării acestui obiectiv intermediar al politicii monetare.

[70] acestea sunt caracterizate la capitolul V.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

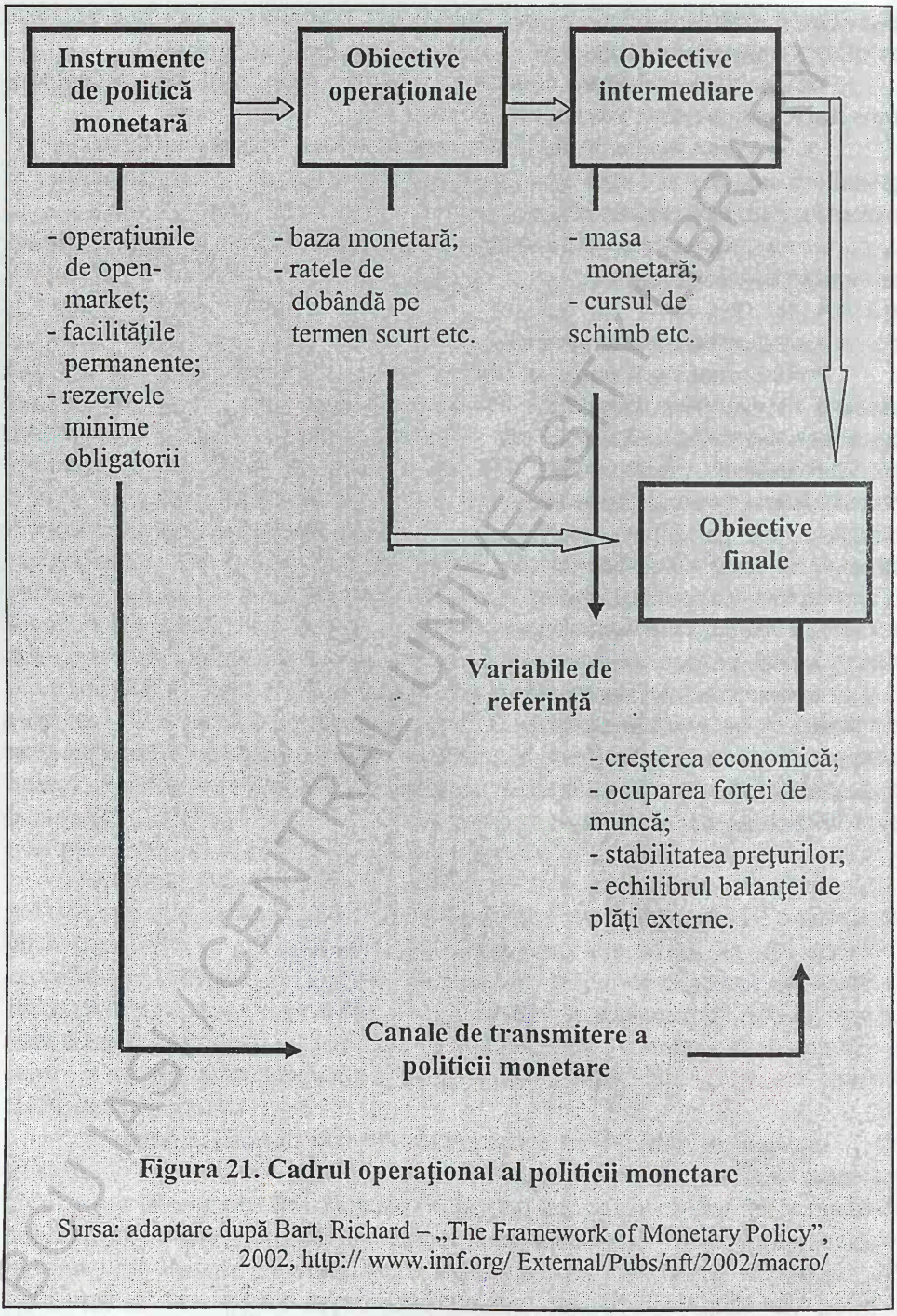


Figura 21. Cadrul operaţional al politicii monetare

Sursa: adaptare după Bart, Richard – „The Framework of Monetary Policy", 2002, http:// www.imf.org/ External/Pubs/nft/2002/macro/

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3.4. Eficiența politicii monetare în contextul globalizării financiare

În contextul mutațiilor înregistrate de sistemele financiare ale țărilor dezvoltate, începând cu anii '80, ca urmare a reformelor întreprinse de autorități și a inovațiilor financiare care le-au însoțit, elaborarea și aplicarea în practică a politicii monetare a devenit complexă.

Băncile centrale ale statelor dezvoltate au fost nevoite să se adapteze la noul mediu financiar, caracterizat prin **dereglementare, decompartimentare** și **dezintermediere**, prin reconsiderarea obiectivelor urmărite, a instrumentelor utilizate pentru atingerea acestora, precum și a mecanismelor de transmitere a efectelor politicii monetare asupra economiei reale.

Prin apariția și dezvoltarea procesului de dereglementare, băncile centrale ale țărilor dezvoltate au renunțat la instrumentele de intervenție directă în activitatea băncilor comerciale, precum stabilirea de măsuri privind încadrarea sau plafonarea creditelor, selectivitatea creditului, controlul schimburilor valutare, al mișcărilor de capitaluri etc, în favoarea celor indirecte, de piață, în special a operațiunilor de open-market și a rezervelor bancare minime obligatorii.

Pe de altă parte, dereglementarea nu vizează ca băncile centrale să renunțe la funcția de supraveghere bancară și, în totalitate, la cea de reglementare[71]. Supravegherea bancară reprezintă, în continuare, o preocupare majoră a băncilor centrale, având în vedere impactul pe care îl are instabilitatea unei bănci asupra mediului economic și apariția de noi riscuri (riscul sistemic) în contextul liberalizării financiare. Cu privire la funcția băncilor centrale de reglementare a activității băncilor comerciale, aceasta se realizează prin stabilirea unui cadru general care să permită derularea activităților financiar-bancare pe principiile liberei concurențe și posibilitatea menținerii controlului autorității monetare asupra mișcărilor de bani din economie prin intermediul sistemului bancar.

Procesul de decompartimentare a determinat accentuarea concurenței dintre bănci și intermediarii financiari nebancari, universalizarea operațiunilor bancare, care reclamă modificări în politicile monetare promovate de băncile centrale pentru a dirija comportamentul intermediarilor bancari în vederea asigurării transparenței operațiunilor derulate și prevenirii sau gestionării eventualelor riscuri ale băncilor comerciale.

Procesul de dezintermediere financiară, reflectat de creșterea ponderii finanțărilor prin emisiuni de titluri de valoare (a finanțării directe) și reducerii ponderii creditelor bancare (a finanțării indirecte), a fost favorizat de inovațiile financiare. Crearea de noi produse financiare, care au permis diversificarea plasamentelor și a modalităților de finanțare, a antrenat, pe de o parte, financiarizarea economiilor populației (creșterea ponderii plasamentelor în valori

[71] Dănilă, Nicolae, Berea, Aurel, Octavian – *Managementul bancar*, Editura Economică, București, 2000, p. 29.

mobiliare, asigurări de viaţă) şi, pe de altă parte, reducerea semnificativă a îndatorării bancare a întreprinderilor în favoarea finanţării directe.

Creşterea rolului pieţelor financiare în finanţarea economiei a antrenat un recul al activităţilor tradiţionale ale băncilor (atragerea de depozite şi acordarea de credite) şi, în acelaşi timp, o diversificare a operaţiunilor acestora. Astfel, băncile asigură finanţarea economiei, în special, prin cumpărări de titluri de pe pieţele financiare şi atrag resurse semnificative prin emisiuni de titluri pe aceste pieţe. Prin urmare, se constată o reducere a dependenţei sistemului bancar de refinanţarea de la banca centrală, ceea ce antrenează o diminuare a rolului taxei de rescont – în calitate de instrument de politică monetară.

În contextul inovaţiilor financiare, *conceptul de monedă nu mai este riguros conturat* astfel că masa monetară este mai dificil de cuantificat, iar evoluţia sa nu mai poate să fie controlată, în mod strict, de către autorităţile monetare. De asemenea, relaţia stabilă dintre agregatele monetare, reţinute în calitate de obiective specifice ale politicii monetare, şi PIB nominal, susţinută de teoria cantitativă a monedei, nu se mai verifică în practică. Prin urmare, *autorităţile monetare s-au orientat spre stabilirea altor obiective*, care sunt mai puţin afectate de inovaţiile financiare, cum ar fi nivelul preţurilor sau PIB nominal.

Procesele de liberalizare şi de inovaţii financiare au antrenat reducerea semnificativă a conţinutului în informaţii al agregatelor monetare şi au oferit autorităţilor monetare alte posibilităţi (produsele derivate: contracte de opţiuni, contracte futures, swap-uri) de a cunoaşte anticipaţiile participanţilor pe pieţe cu privire la evoluţiile viitoare ale preţurilor activelor reale şi financiare.

Dezvoltarea considerabilă a pieţelor financiare sub impactul inovaţiilor financiare, deschiderea economiilor naţionale, generalizarea printre agenţii nefinanciari a unei culturi economice, care le permite să anticipeze consecinţele deciziilor de politică monetară au antrenat *mutaţii cu privire la canalele de transmitere a efectelor politicii monetare*. Astfel, o importanţă deosebită prezintă canalul preţului activelor financiare, canalul creditului, al cursului de schimb, cel al anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare, care se alătură celor tradiţionale (canalul ratei dobânzii şi al creditului bancar).

Inovaţiile financiare, dezvoltarea accentuată a pieţelor financiare, contribuţia semnificativă a acestora la finanţarea activităţilor economice nu mai permit autorităţilor monetare să controleze riguros masa monetară şi formarea ratelor de dobândă. Variabilele financiare nominale, cum ar fi agregatele monetare, ratele de dobândă nu mai constituie indicatori fiabili ai caracterului expansionist sau restrictiv al politicii monetare[72]. De asemenea, relaţiile pe termen scurt între variabilele financiare şi activitatea economică nu mai sunt riguros determinate. Prin urmare, *impactul politicii monetare asupra economiei reale este mai dificil de evaluat*.

---

[72] David, Jacques-Henri, Jaffré, Philippe – *La monnaie et la politique monétaire*, Editions Economica, Paris, 1990, p. 56.

În acest context, s-au reluat dezbaterile cu privire la modul în care ar trebui condusă politica monetară pentru a avea o eficacitate sporită; **ar trebui promovată o politică monetară automată sau discreționară?** (controversă manifestată între keynesiști și monetariști, încă de la finele anilor 1930).

Politica monetară automată, susținută de monetariști, presupune ca autoritățile monetare să stabilească reguli stricte cu privire la intervențiile lor. În concepția lui Milton Friedman, cea mai bună conduită pentru o bancă centrală este de a stabiliza rata de creștere a masei monetare la un nivel apropiat de rata de creștere nominală a PIB. Deși în noile condiții nu mai există o relație stabilă între masa monetară și PIB, susținerea unei reguli stricte este întărită de analizele economice, care evidențiază riscul incoerenței temporale al politicilor monetare discreționare[73]. Incoerența temporală se manifestă în condițiile în care autoritățile monetare anunță decizia de aplicare în viitor a unor măsuri, iar la momentul respectiv intervențiile prevăzute nu se mai realizează și aceasta fără ca, în prealabil, participanții pe piețele financiare să fie informați.

În acest sens, unii economiști s-au pronunțat pentru aplicarea unor reguli, care să permită orientarea politicii monetare în funcție de conjunctura economică. Prin prisma practicii, se remarcă regula lui Taylor, formulată în 1993 de către economistul american John B. Taylor și care este, aplicată (cu unele adaptări), în prezent, de unele țări dezvoltate.

Regula lui Taylor[74] evidențiază evoluția ratei dobânzii de politică monetară a Sistemului Federal de Rezerve, în cursul anilor 1980, în funcție de două variabile, prețurile și PIB, după următoarea formulă:

$$i = i_n + p + \alpha(p - p^*) + \beta(y - y^*),$$ unde:

i – rata optimă a dobânzii de politică monetară (sau rata Taylor), respectiv nivelul la care ar trebui fixată rata dobânzii de politică monetară astfel încât să se asigure atingerea obiectivelor de stabilitate a prețurilor și de creștere economică

i_n – rata de dobândă reală neutră, respectiv rata de dobândă compatibilă cu creșterea economică pe termen lung echilibrată (în situație de echilibru, rata de dobândă este egală cu rata de creștere economică);

p – inflația curentă;

p* – inflația urmărită (ținta de inflație);

y – PIB efectiv (real);

y* – PIB potențial (urmărit);

α, β – coeficienți stabiliți de Taylor la nivelul de 0,5.

Conform regulii lui Taylor, politica monetară este optimă în condițiile în care minimizează cele două serii de marjă, respectiv $(p - p^*)$ și $(y - y^*)$.

---

[73] Plihon, Dominique – *La monnaie et ses mècanismes*, Editions La Découverte & Syros, Paris, 2001, p. 109.

[74] Plihon, Dominique – *op. cit.*, p.109; a se vedea și Gerdesmeier, Dieter ș.a. – „The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan", *Working papers*, n°742, 2007, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp742.pdf

Sintetic, regula lui Taylor reflectă fixarea ratei dobânzii de politică monetară a Sistemului Federal de Rezerve după o regulă simplă cu două ţinte: ţinta de inflaţie şi ţinta privind PIB. Ecartul dintre rata dobânzii de politică monetară practicată la un moment dat de autoritatea monetară şi rata optimă a dobânzii (rata Taylor) permite aprecierea caracterului politicii monetare, respectiv o politică monetară relaxată (expansionistă) în cazul în care rata de dobândă practicată este mai mică decât rata Taylor şi invers, o politică monetară restrictivă în condiţiile în care rata de dobândă practicată este mai mare decât rata Taylor .

Aplicarea în practică a unei reguli monetare prezintă neajunsuri, deoarece formularea ei presupune, pe de o parte, să exprime fidel şi riguros strategia băncii centrale, iar pe de altă parte, să fie destul de simplă pentru a fi anunţată cu uşurinţă. Din acest punct de vedere, *regula lui Taylor* are meritul de a fi o regulă simplă, însă *prezintă unele neajunsuri*, printre care: în fixarea ratei dobânzii de politică monetară, banca centrală trebuie să ţină seama nu numai de rata inflaţiei şi de rata de creştere economică. De pildă, Banca Centrală Europeană[75] ia în considerare şi alte variabile economice semnificative, printre care: agregatele monetare şi de credit, fluctuaţiile cursului de schimb, indicatori bugetari, fluctuaţiile preţurilor etc. Un alt neajuns este legat de reacţia diferită a autorităţii monetare în funcţie de natura şocurilor, care sunt în afara controlului său. De exemplu, în cazul unui şoc al ofertei manifestat prin creşterea preţului petrolului, ţintele de inflaţie şi de creştere economică evoluează în direcţii opuse, astfel: preţurile cresc, iar activitatea economică scade[76]. În acest caz, reacţia autorităţii monetare este diferită, şi anume: va scădea rata dobânzii de politică monetară în cazul în care urmăreşte să susţină activitatea economică sau dimpotrivă o va majora pentru a acţiona împotriva inflaţiei, în timp ce rata lui Taylor rămâne neschimbată.

Neajunsurile pe care le prezintă regula lui Taylor nu au determinat abandonarea sa. Atât literatura de specialitate, cât şi practica economică arată utilitatea regulii lui Taylor în condiţiile în care sunt luate în considerare şi alte variabile economice.

Politica monetară discreţionară[77] susţinută de keynesişti, presupune libertatea autorităţilor monetare cu privire la alegerea instrumentelor de influenţare a economiei, în funcţie de condiţiile existente la un moment dat.

Intervenţiile discreţionare sunt contestate de monetarişti întrucât prezintă unele neajunsuri, printre care se evidenţiază incertitudinea cu privire la timpul necesar pentru ca acţiunea autorităţilor monetare să aibă impact asupra economiei reale.

---

[75] a se vedea cap. VI, paragraful 6.4.2.

[76] Montagné, Fabrice – „Les indicateurs de la politique monétaire", *Revue Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques*, n° 75, Juin 2005, http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/dpae/pdf/2005-059-75.pdf.

[77] Hardwich, Philip, Langmead, John, Khan, Bahadur – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002, p. 576.

Susținătorii politicilor discreționare au în vedere că acțiunile autorităților monetare sunt eficiente și au impact asupra economiei reale, în condițiile în care surprind agenții economici. De pildă, în ultimii ani, Sistemul Federal de Rezerve al SUA a intervenit inopinat pe piețe, fără referire la reguli stricte. Cu toate acestea, politica discreționară este contestată de teoria anticipațiilor raționale.

Economistul american Robert Lucas[78], unul din fondatorii teoriei anticipațiilor raționale, susține că intervențiile discreționare au doar o eficiență temporară deoarece, participanții pe piețe anticipând rațional acțiunile autorităților monetare, își vor adapta rapid comportamentul. Mai mult, în unele situații, politica discreționară poate să aibă efecte negative asupra economiei reale.

Modelele monetare care includ anticipațiile raționale susțin superioritatea regulii față de discreție, exemplificând în acest sens imposibilitatea arbitrajului inflație - șomaj.

În baza celor prezentate, se poate ridica întrebarea: **care ar fi politica monetară optimă**? Teoriile economice conturate nu dau răspunsuri precise pentru a fi aplicate în practică. Cert este că, în condițiile actuale, piețele financiare se caracterizează printr-o mare influență a anticipațiilor operatorilor pe piețe, iar *impactul politicii monetare asupra economiei reale se evaluează prin prisma comportamentului acestora*. Prin urmare, autoritățile monetare trebuie să înțeleagă și să influențeze comportamentul lor. Aceasta presupune ca ele să dețină informații exacte cu privire la piețe, iar, pe de altă parte, să transmită acestora semnale credibile cu privire la intențiile pe termen scurt și la obiectivele urmărite.

În concluzie, în contextul liberalizării și al inovațiilor financiare, **eficiența politicii monetare se apreciază prin prisma credibilității acesteia** și depinde de calitatea informațiilor de care dispun și pe care le transmit autoritățile monetare. Corelația strânsă dintre nivelul ratelor de dobândă pe termen lung și rezultatele obținute în materie de acțiune împotriva inflației ilustrează importanța credibilității angajamentelor asumate de autoritățile monetare. Prin prisma practicii, se constată că țările cu o rată a inflației scăzută au ratele de dobândă cele mai reduse.

Un rol determinant pentru asigurarea credibilității politicii monetare îl are *întărirea autonomiei sau independenței băncilor centrale*.

În concepția unor autori[79], credibilitatea politicii monetare se poate construi prin adoptarea unei reguli monetare de tip creștere procentuală a masei monetare, sau menținerea parității unei monede în raport cu altă monedă, precum și promisiunea de respectare a acesteia. De pildă, Banca Centrală Europeană, prin anunțarea și supravegherea unei valori de referință pentru creșterea masei

[78] Bailly, Jean-Luc ș.a. – *Économie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000, p. 269.
[79] Dardac, Nicolae, Barbu, Teodora – *Monedă, Bănci și Politici monetare*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 2005, p. 71.

monetare în sens larg (agregatul monetar M3) se încadrează în primul tip de reguli monetare.

De asemenea, *eficienţa politicii monetare se apreciază şi prin prisma coordonării sale cu politica fiscal-bugetară, precum şi cu celelalte componente ale politicii economice*, care urmăresc aceleaşi obiective finale (creşterea economică, ocuparea forţei de muncă, stabilitatea preţurilor şi echilibrul balanţei de plăţi externe).

3.5. Independenţa băncilor centrale – factor determinant al credibilităţii şi eficienţei politicii monetare

3.5.1. Conceptul de independenţă a băncilor centrale şi afirmarea acestuia

Conceptul de independenţă a băncii centrale exprimă capacitatea acesteia de a adopta decizii cu privire la elaborarea şi implementarea politicii monetare fără vreo influenţă din partea factorului politic.

Prima bancă centrală independentă a fost Sistemul Federal de Rezerve (Fed) al SUA, creat în anul 1913. Însă, iniţial, independenţa băncii centrale a SUA a fost considerată ca fiind rezultatul filosofiei acestei ţări despre divizarea puterilor în stat şi nu efectul unei noi orientări a teoriei economice[80]. În anul 1957, se înfiinţează Deutsche Bundesbank, care dobândeşte prin lege un grad ridicat de independenţă. Faptic, însă, independenţa acestei bănci se afirmă după prăbuşirea sistemului de la Bretton Woods, între 1971- 1973.

Problema independenţei băncilor centrale, din raţiuni strict economice, se conturează abia la începutul anilor '70 şi a fost marcată de mai multe împrejurări semnificative. Pe de o parte[81], dispariţia legăturii dintre emisiunea monetară şi stocul de aur. Până în anul 1971, la baza sistemului de la Bretton Woods a fost aşezat dolarul american, singura monedă convertibilă în aur la extern. În momentul sistării convertibilităţii în aur a USD (la data de 15 august 1971), care a marcat prăbuşirea sistemului de la Bretton Woods, s-a impus necesitatea construirii unor mecanisme care să împiedice autorităţile naţionale să abuzeze de posibilitatea de a emite monedă în mod nelimitat.

Pe de altă parte, problema independenţei băncii centrale a fost marcată de accelerarea inflaţiei la finele anilor '70 şi afirmarea pe scară largă a monetarismului, conform căruia pe termen lung inflaţia este un fenomen monetar, iar politica monetară nu poate să influenţeze, pe termen lung, variabilele macroeconomice reale. De asemenea, la finele anilor '70 şi începutul anilor '80 se înregistrează o schimbare semnificativă în gândirea economică prin

[80] Rădulescu, Eugen – *Inflaţia – marea provocare*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1999, p. 38.
[81] Rădulescu, Eugen – *op. cit.*, p. 40.

luarea în considerare a anticipațiilor raționale și recunoașterea rolului lor fundamental în comportamentul agenților nefinanciari și pentru eficiența politicii monetare.

Prin urmare, evenimentele anilor '70 și '80 au condus la manifestarea unui consens cu privire la misiunea principală a unei bănci centrale, și anume asigurarea stabilității monedei naționale. De asemenea, studiile teoretice realizate începând cu anii '70 au arătat că o bancă centrală independentă de guvern poate să acționeze mai eficient împotriva inflației prin contracararea riscului incoerenței temporale specific acțiunilor guvernamentale. Studiile realizate de diverși economiști au încercat să evidențieze o soluție pentru a pune la adăpost politica monetară de tentațiile și presiunile inflaționiste.

Problema incoerenței temporale a fost prezentată pentru prima dată în anul 1977, într-un articol („Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan") elaborat de doi economiști americani, **Finn Kydland și Edward Prescott** și dezvoltată, ulterior, în anul 1983, în lucrările economiștilor Școlii de la Chicago, **Barro și Gordon** (Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy). Studiile realizate de acești economiști au pus în evidență riscul incoerenței temporale pe care-l prezintă deciziile de politică monetară adoptate de puterile publice.

Kydland și Prescott au analizat problema incoerenței temporale în ipoteza anticipațiilor raționale ale agenților economici și au încercat să arate în ce măsură un guvern poate să optimizeze bunăstarea socială prin utilizarea discreționară a instrumentelor de politică economică[82]. Astfel, în condițiile în care guvernul se angajează să urmărească stabilitatea prețurilor, agenții economici anticipează o inflație scăzută. Însă, la un moment dat, în special, în perioada alegerilor, guvernul poate să acorde prioritate creșterii economice pe termen scurt și ocupării forței de muncă, prin promovarea unei politici monetare expansioniste, care ar putea favoriza creșterea inflației. Kydland și Prescott au arătat că tentația guvernului de a „înșela" agenții economici este inutilă deoarece aceștia anticipează rațional o asemenea tentativă de manipulare și, prin urmare, contracarează acțiunea guvernului.

În concluzie, Kydland și Prescott au evidențiat expresia „regulă versus discreție" și au arătat că prin aplicarea unei „reguli" guvernul poate să optimizeze bunăstarea socială, ceea ce nu ar permite o politică discreționară. Conform acestor economiști, deciziile guvernamentale pot să fie eficiente în condițiile în care sunt credibile, iar pentru aceasta guvernul trebuie să renunțe la acțiunile discreționare de politică economică. Prin urmare, se poate aprecia că în domeniul politicii monetare, **credibilitatea ar putea fi asigurată prin independența băncii centrale în raport cu puterea politică și prin respectarea unor regului monetare.**

---

[82] Steiner, Yves – „Le coût réel de l'independance de la banque centrale", Collection *Travaux de science politique*, nº 14, Institut d' Etudes Politiques et Internationales, Université de Lausanne, 2003, p. 18, http://www.unil.ch/webdav/site/iepi/users/epibiri1/public/steiner.pdf.

Ideile conturate de Kydland şi Prescott au fost aplicate ulterior, în anul 1983, în domeniul politicii monetare de către economiştii Şcolii de la Chicago, Barro şi Gordon. Aceştia au arătat că o politică monetară discreţionară ar avea un efect contrar celui aşteptat, şi anume creşterea inflaţiei. Studiul realizat de Barro şi Gordon arată drept soluţie pentru problema inconsistenţei temporale, pe lângă stabilirea unei reguli de conduită monetară (aşa cum au susţinut Kydland şi Prescott) şi o „bună" reputaţie a politicii monetare (dobândită prin respectarea regulii monetare fixate), care întăreşte credibilitatea acesteia.

Independenţa băncii centrale, în calitate de soluţie pentru problema inconsistenţei temporale a politicii monetare, a fost justificată teoretic şi de **Rogoff** (1985)[83], care a arătat că în condiţiile în care politica monetară este încredinţată unei bănci centrale independente, s-ar înregistra o scădere a inflaţiei. Pe lângă studiile amintite, şi alte cercetări empirice au fost realizate cu privire la problema independenţei băncii centrale, care au evidenţiat ideea că *o bancă centrală independentă ar fi garanţia unei inflaţii scăzute şi stabile*. În acest sens, se remarcă lucrările lui **Bade şi Parkin** (1988)[84], **Alesina şi Summers** (1993)[85] şi ale lui **Fischer** (1995)[86], care au evidenţiat *existenţa unei corelaţii inverse între gradul de independenţă şi nivelul inflaţiei*. Astfel, cercetările realizate au arătat că statele membre ale Organizaţiei pentru Cooperare şi Dezvoltare Economică (OCDE) cu ratele de inflaţie cele mai scăzute sunt cele în care băncile centrale au gradul cel mai ridicat de independenţă. O asemenea apreciere însă nu este general valabilă. De pildă, performanţele în materie de inflaţie ale economiei japoneze au fost bune, în condiţiile unui grad scăzut de independenţă a băncii centrale. Comparativ, în cazul Germaniei, performanţele au fost la fel de bune ca şi în cazul Japoniei, însă în condiţiile unei bănci centrale cu un grad ridicat de independenţă.

Necesitatea asigurării independenţei băncilor centrale este susţinută de o mare parte a economiştilor. Astfel, atât studiile teoretice, cât şi experienţele practice au arătat că, în condiţiile în care banca centrală este controlată de către guvern, acţiunile împotriva inflaţiei au o eficienţă scăzută ca urmare a obiectivelor politice urmărite. Aceasta deoarece puterea politică, deşi se angajează să acţioneze împotriva inflaţiei, poate, la un moment dat, de pildă din motive electorale, să acorde prioritate creşterii economice pe termen scurt şi ocupării forţei de muncă prin promovarea unei politici monetare expansioniste, care ar putea determina o creştere a inflaţiei. Comparativ, o bancă centrală

---

[83] Rogoff, Kenneth – „The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics* 100, 2005, http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/Rogoff%201985.pdf.

[84] Bade, Robin, Parkin, Michael – *Central Bank Laws and Monetary Policy*, University of Western Ontario, 1988, http://economics.uwo.ca/faculty/parkin/CentralBankLaws.pdf.

[85] Alesina, Alberto, Summers, Lawrence – „Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking* 25, 1993, http://www.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/alesinasummers1993.pdf.

[86] Fischer, Stanley – „Central bank independence, inflation and growth in transition economies", 1995, http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer174.pdf.

independentă de guvern nu ține cont de aceste considerente politice, fiind preocupată de asigurarea stabilității monedei naționale[87].

Un alt argument[88] invocat în favoarea independenței băncilor centrale are în vedere că aceasta ar reprezenta *soluția optimă pentru menținerea încrederii* agenților economici în deciziile adoptate de autoritatea monetară. În condițiile în care aceștia au încredere în intervențiile autorității monetare, vor avea comportamente mai puțin inflaționiste și, prin urmare, s-ar asigura aplicarea unei politici monetare eficiente, care să contribuie la îndeplinirea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

Avantajul principal care ar rezulta dintr-un grad sporit de independență a băncii centrale decurge din faptul că politica acesteia nu este influențată de nevoile guvernului de a finanța deficitul fiscal.

Problema independenței băncilor centrale cunoaște, însă, și *critici*[89]. De pildă, se invocă ideea că independența băncii centrale poate să fie doar „aparentă", în realitate manifestându-se influența „ocultă" a oamenilor politici. Analizele efectuate cu privire la influența „ocultă" a factorului politic arată că independența reală a băncii centrale este mai mică decât independența aparentă, legală. Faptul că banca centrală este independentă juridic nu înseamnă că nu primește semnale, sugestii din partea guvernului, parlamentului etc. De asemenea, se invocă drept critică la adresa independenței băncii centrale faptul că aceasta implică o gestionare birocratică a ofertei de monedă, realizată de conducătorii și angajații băncii centrale, care nu este neapărat mai bună decât gestionarea politică.

Deși problema independenței băncilor centrale a stârnit numeroase discuții și controverse, începând cu anii '90, odată cu adoptarea de către tot mai multe bănci centrale a stabilității prețurilor în calitate de obiectiv fundamental al politicii monetare, un număr însemnat de state au sporit gradul de independență a băncilor centrale, însă acțiunea acestora trebuie să se înscrie în cadrul obiectivelor generale ale politicii economice stabilite de către guvern.

Tratatul de instituire a Comunității Europene prevede independența Sistemului European al Băncilor Centrale, iar țările semnatare au fost nevoite să modifice statutul băncii centrale pentru a fi compatibile cu dispozițiile tratatului. Astfel, articolul 108 din Tratat prevede în mod expres independența organismelor monetare din cadrul Uniunii Monetare, astfel: „nici Banca Centrală Europeană, nicio bancă centrală națională, niciun membru oarecare al băncii cu putere de decizie, nu pot solicita sau/nici accepta instrucțiuni de la instituții sau organe comunitare, de la guvernele statelor membre sau de la vreun alt organism".

---

[87] Brociner, Andrew – *Europa monetară*, Institutul European, Iași, 1999, p. 57.

[88] Aglietta, Michel – *Macroeconomie financiară*, Editura Coresi, București, 2002, p. 212.

[89] Cerna, Silviu – *Banca Centrală: Credibilitate și independență*, Editura Sedona, Timișoara, 2002, p. 38.

Banca Angliei a rămas o excepţie notabilă, fiind sub controlul direct al ministrului Finanţelor, care decide orientările majore ale politicii monetare şi modificările ratei dobânzii. Din anul 1997, Banca Angliei dobândeşte independenţă în fixarea ratelor de dobândă pe termen scurt. Din acelaşi an, Banca Japoniei dobândeşte independenţă faţă de Ministerul Finanţelor.

3.5.2. Componentele independenţei băncii centrale şi modele de măsurare

Independenţa unei bănci centrale se bazează, în principal, pe următoarele componente:

- independenţa instituţională;
- independenţa funcţională;
- independenţa personală;
- independenţa financiară.

Independenţa instituţională presupune ca banca centrală să nu primească instrucţiuni de la guvern şi acest aspect să fie menţionat în statutul băncii. Însă, o asemenea apreciere nu este o dovadă a independenţei reale, întrucât prezintă importanţă nu numai conţinutul legii organice a băncii centrale, ci şi modul în care această lege se aplică.

Independenţa funcţională a băncii centrale se referă la formularea unui obiectiv prioritar de politică monetară şi, mai ales, la libertate în alegerea şi aplicarea instrumentelor de politică monetară necesare pentru realizarea obiectivului urmărit.

Independenţa personală se referă la statutul membrilor organelor de decizie ale băncii centrale. Din acest punct de vedere, prezintă importanţă: durata mandatului, procedurile de numire şi demitere din funcţii, cerinţele de pregătire profesională.

Prin prisma independenţei personale, se apreciază că o bancă centrală este independentă în condiţiile în care mandatul guvernatorului şi al organelor de conducere (Consiliul de Administraţie) este superior mandatului politic; diferenţa cu privire la durata mandatului ar asigura continuitate în urmărirea, pe termen lung, a obiectivelor de politică monetară.

Independenţa financiară se referă, pe de o parte, la măsura în care banca centrală dispune de un buget şi resurse proprii, iar, pe de altă parte, la măsura în care este interzisă acordarea de credite către sectorul public.

Deşi independenţa unei bănci centrale semnifică neimplicarea factorului politic în procesul de elaborare şi implementare a deciziilor de politică monetară, aceasta nu înseamnă că o bancă centrală independentă nu poate să fie trasă la răspundere pentru acţiunile sale. Astfel, într-o serie de ţări se prevede obligativitatea acestei instituţii de a prezenta periodic rapoarte de activitate în

faţa parlamentului. Aprobarea de către parlament a rapoartelor de activitate prezintă importanţă pentru imaginea şi credibilitatea băncii centrale, precum şi pentru sporirea încrederii publicului.

Măsurarea gradului de independenţă a băncilor centrale a constituit şi constituie subiectul a numeroase studii. O mare parte din aceste studii utilizează pentru cuantificarea independenţei băncii centrale diverse criterii, care definesc independenţa legală. Însă, o asemenea abordare prezintă dificultăţi[90] deoarece, pe de o parte, legile de organizare şi funcţionare a băncilor centrale din diverse ţări sunt destul de imprecise, ceea ce face ca aspectele legale cuantificate să fie relative. Pe de altă parte, ceea ce contează este şi modul în care această lege se aplică. Astfel, studiile care evidenţiază cuantificarea independenţei legale ar fi insuficiente şi ar trebui completate prin luarea în considerare şi a altor criterii. Cu toate aceste dificultăţi, mai mulţi economişti au publicat indici sintetici de măsurare a gradului de independenţă a băncilor centrale.

Printre primele încercări de cuantificare a gradului de **independenţă legală** se remarcă **modelul propus de Bade şi Parkin**, în anul 1988. Deşi acest model a avut în vedere un eşantion redus de ţări, rezultatele arată existenţa unei legături între independenţa băncii centrale şi nivelul scăzut al inflaţiei.

Modelul propus de Bade şi Parkin este criticat de economiştii **Grilli, Masciandaro şi Tabellini**, conform cărora simpla lectură a statutului juridic al băncii centrale nu permite aprecierea independenţei reale a acesteia.

Criterii de independenţă a băncii centrale în modelul Bade şi Parkin:
- măsura în care banca centrală este autoritate monetară finală;
- dacă mai mult de jumătate din membrii Consiliului de Administraţie sunt independenţi de factorul politic, din punct de vedere al numirii şi al prezenţei în guvern.

Pentru fiecare criteriu se acordă un punctaj cuprins între 0 şi 4 puncte.

Grilli, Masciandaro şi Tabellini au propus înlocuirea indicelui conceput de Bade şi Parkin cu un alt indice (modelul GMT), care să cuprindă atât **independenţa politică** (apropiată de modelul Bade şi Parkin), cât şi **independenţa economică.**

Modelul GMT a fost elaborat în anul 1991, pe baza unui eşantion de 18 ţări industrializate (membre ale OCDE), pe perioada 1950 – 1989. Acest model ia în considerare 15 criterii, cărora li se acordă punctajul maxim 1 sau 0 (a se vedea caseta de mai jos) şi evidenţiază existenţa unei relaţii negative între gradul de independenţă a băncii centrale şi nivelul inflaţiei din ţările dezvoltate.

[90] Cerna, Silviu – *op. cit.*, p. 49.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Criterii de evaluare a independenţei băncii centrale în modelul GMT[91]:

1. Independenţa politică este definită de autorii modelului GMT ca fiind capacitatea băncilor centrale de a-şi selecta obiectivele finale ale politicii monetare şi se evaluează pe baza a opt criterii: (1) guvernatorul băncii centrale este numit fără implicarea guvernului; (2) guvernatorul este numit pe o perioadă mai mare de 5 ani; (3) Consiliul Director este numit fără implicarea guvernului; (4) Consiliul Director este numit pe o perioadă mai mare de 5 ani; (5) nu există o participare obligatorie a membrilor executivului în conducerea băncii centrale; (6) nu este necesară aprobarea guvernului pentru formularea politicii monetare; (7) banca centrală este obligată legal să urmărească, printre obiectivele sale primare, stabilitatea monetară; (8) există prevederi legale, care susţin poziţia băncii centrale în eventualitatea unui conflict cu guvernul.

2. Independenţa economică exprimă capacitatea băncilor centrale de a-şi selecta instrumentele în vederea atingerii obiectivele finale ale politicii monetare. Independenţa economică a băncii centrale se evaluează pe baza a şapte criterii, şi anume: (1) nu există o procedură automată de obţinere de către guvern a unui credit de la banca centrală; (2) în cazul în care sunt disponibile, facilităţile de creditare directă sunt oferite guvernului la ratele de dobândă de pe piaţă; (3) acest tip de credit este temporar; (4) şi are o valoare limitată; (5) banca centrală nu participă pe piaţa primară de capital în vederea acoperirii datoriei publice; (6) banca centrală este responsabilă pentru stabilirea ratei dobânzii de politică monetară; (7) banca centrală nu are responsabilitatea supravegherii sectorului bancar sau împarte această responsabilitate.

Studiile cu privire la cuantificarea gradului de independenţă a băncii centrale au fost continuate, în special de **Cukierman, Webb şi Neyapti,** în anul 1992. Autorii respectivi au propus un nou indicator de cuantificare a gradului de independenţă a băncii centrale, care ia în considerare 16 criterii (prezentate în caseta de mai jos).

Criterii de evaluare a independenţei băncii centrale în modelul propus de Cukierman[92]:

- *Organele de conducere*: (1) durata mandatului guvernatorului; (2) entitatea delegată să-l numească; (3) prevederile legate de demisie; (4) posibilitatea deţinerii unei alte funcţii în guvern.
- *Formularea politicii monetare*: (5) banca centrală este responsabilă pentru formularea politicii monetare; (6) regulile de rezolvare a conflictelor dintre guvern şi banca centrală; (7) măsura în care banca centrală participă la elaborarea bugetului de către guvern.
- *Obiectivele băncii centrale*: (8) stabilitatea monetară reprezintă unul din obiectivele primare ale politicii monetare.

[91] Arnone, Marco, Laurens, Bernard J., Segalotto, Jean-François, Sommer, Martin – „Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends", *IMF Working Paper*, nº 88, 2007, p. 7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0788.pdf

[92] Arnone, Marco ş.a. – *op. cit.*, p. 7.

- *Limitarea împrumuturilor acordate guvernului de către banca centrală*: (9) avansuri și (10) împrumuturi garantate; (11) banca centrală exercită un control asupra condițiilor de acordare a împrumuturilor (maturitatea, rata dobânzii și valoarea); (12) dimensiunea sferei potențialilor debitori ai băncii centrale; (13) tipuri de limitări aplicate împrumuturilor, acolo unde există; (14) scadența posibilelor împrumuturi; (15) limite aplicate ratelor de dobândă; (16) interdicții aplicate băncilor centrale în domeniul participării pe piața primară a titlurilor de stat.

Modelul propus de **Cukierman, Webb și Neyapti** a fost elaborat pe baza unui eșantion, care a inclus pentru prima dată și țările în curs de dezvoltare (eșantionul a fost format din 72 de țări, din care 21 țări dezvoltate și 51 țări în curs de dezvoltare), pe o perioadă cuprinsă între 1950 – 1989. Rezultatele modelului arată că relația inversă dintre gradul de independență și nivelul ratei inflației se verifică în cazul țărilor dezvoltate, dar nu este valabilă pentru țările în curs de dezvoltare. În opinia lui Cukierman și Webb, diferența dintre cele două grupuri de țări s-ar explica prin faptul că în țările în curs de dezvoltare frecvența demiterii organelor de conducere a băncii centrale (criteriu luat în considerare pentru cuantificarea gradului de independență) este mult mai mare, existând o deosebire între prevederile legii (legislația garantează mandatul guvernatorului) și modul de aplicare a acesteia. În cazul țărilor în curs de dezvoltare există o relație strânsă și pozitivă între rata de schimbare a guvernatorului și nivelul inflației.

O altă contribuție semnificativă, care arată necesitatea independenței băncii centrale este adusă de **Alesina și Summers**, în anul 1993. În lucrările lor, aceștia autori evidențiază un nou indice de măsurare a gradului de independență a băncii centrale (construit prin combinarea indicelui propus de Bade și Parkin cu indicele propus de Grilli, Masciandaro și Tabellini) elaborat pe un eșantion format din 16 țări dezvoltate. Rezultatele studiului realizat de Alesina și Summers arată că relația negativă dintre gradul de independență a băncii centrale și nivelul ratei inflației se verifică. De asemenea, studiul realizat de autorii amintiți demonstrează că, în cazul țărilor dezvoltate, gradul de independență a băncii centrale nu are niciun impact (pozitiv sau negativ) asupra variabilelor macroeconomice reale (rata de creștere economică, gradul de ocupare a forței de muncă, ratele de dobândă reale).

Corelația dintre gradul de independență a băncilor centrale și rata inflației este prezentată în figura 22.

BCU

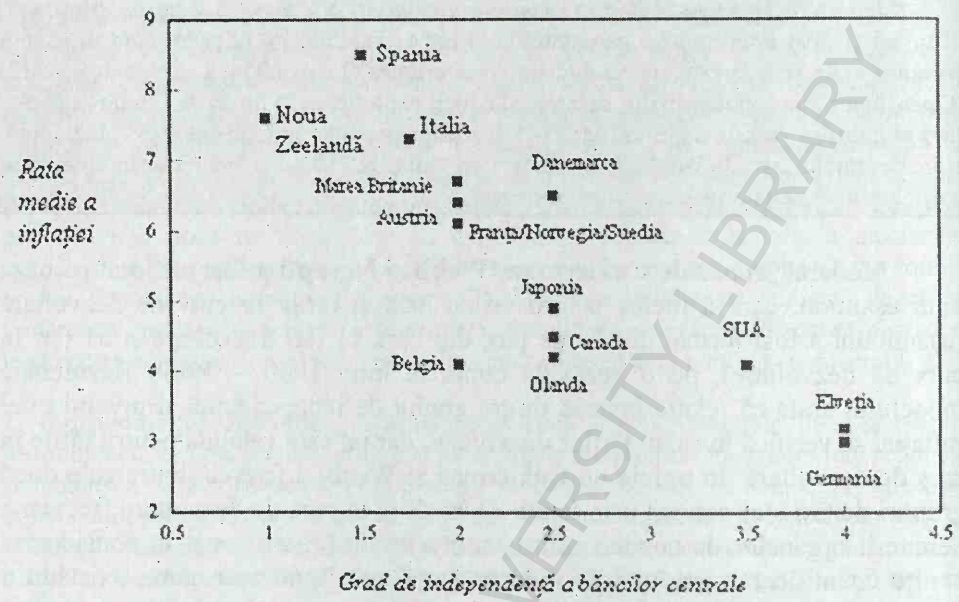


Figura 22. Corelaţia dintre gradul de independenţă a băncilor centrale şi rata inflaţiei

Sursa: Alesima şi Summers (1993) în Burda, Michael, Wyplosz, Charles – *Macroeconomie, Perspectiva europeană*, Editura All Beck, Bucureşti, 2002, p. 477.

Din figura prezentată anterior rezultă că, un grad sporit de independenţă (cazul băncii centrale a Elveţiei, Germaniei) determină o rată a inflaţiei scăzută.

Însă, *relaţia dintre gradul de independenţă a băncilor centrale şi rata inflaţiei nu este o regulă strictă*. De pildă, în Marea Britanie unde banca centrală era sub controlul direct al ministrului Finanţelor, rata inflaţiei era scăzută; cazul Japoniei este similar. Prin urmare, chiar dacă banca centrală este independentă, inflaţia este influenţată şi de alţi factori, printre care schimbările instituţionale şi structurale care au loc într-o ţară. De asemenea, unii autori[93] susţin necesitatea luării în considerare şi a altor elemente, cum ar fi atitudinea publicului faţă de inflaţie sau orientarea ideologică a guvernului. La acelaşi grad de independenţă, inflaţia este mai mică în ţările în care publicul are o puternică aversiune faţă de inflaţie. Totodată, la acelaşi grad de independenţă, inflaţia este mai mică în ţările în care guvernul se conduce după o ideologie liberală.

Gradul de independenţă a băncilor centrale este cuantificat într-un studiu mai recent[94], care ia în considerare schimbările legislative şi reglementare, care au avut loc de la finele anilor 1980 şi până la finele anului 2003. Autorii studiului evaluează gradul de independenţă politică şi economică a băncilor

[93] Cerna, Silviu – *op. cit.*, p. 54.

[94] a se vedea Arnone, Marco ş.a. – „Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends", *IMF Working Paper*, nº 88, 2007, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0788.pdf.

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

centrale (pe baza indicelui GMT[95] şi a indicelui Cuckierman) pentru un eşantion de 163 de bănci centrale, dintre care 28 din ţările dezvoltate, 32 din ţările emergente şi 103 din ţările în curs de dezvoltare. Totodată, autorii calculează un indice compozit al independenţei globale (care cuprinde independenţa politică şi economică), potrivit căruia banca centrală cea mai independentă este Banca Centrală Europeană, urmată de Banca Centrală a Austriei, Elveţiei şi Suediei, iar gradul cel mai scăzut de independenţă apare în cazul unor ţări în curs de dezvoltare (Bangladesh, Qatar, Angola, Cuba, Kuwait, Oman).

Studiul realizat arată creşterea gradului de independenţă a băncilor centrale, în perioada analizată, pentru toate grupele de ţări, indiferent de nivelul lor de dezvoltare (a se vedea figura 23). Însă, băncile centrale ale ţărilor dezvoltate au un grad mai ridicat de independenţă, atât din punct de vedere politic, cât şi economic.

În concluzie, tendinţa generală, care se manifestă astăzi, este asigurarea unui grad ridicat de independenţă a băncilor centrale, chiar dacă statutul lor prezintă diferenţieri de la o ţară la alta. Independenţa băncilor centrale se justifică prin dorinţa de asigurare a continuităţii şi eficienţei politicii monetare. În condiţiile actuale, băncile centrale ale majorităţii ţărilor, inclusiv BNR, dispun de libertate mai mare de acţiune, iar un grad ridicat de independenţă determină creşterea credibilităţii şi eficienţei politicii monetare.

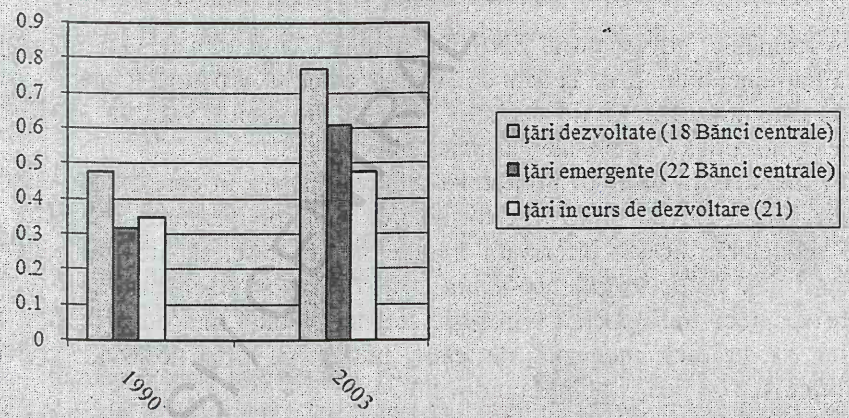


Figura 23. Evoluţia indicelui de independenţă globală a băncilor centrale, în perioada 1990 – 2003

Sursa: prelucrare pe baza datelor din Marco Arnone şi alţii – *op. cit.*, p.9.

[95] după numele autorilor care au elaborate indicele respective (Grilli, Masciandaro şi Tabellini) în anul 1991.

3.6. Responsabilitate, transparenţă şi comunicare în politica monetară

Independenţa băncii centrale reprezintă o condiţie necesară, dar nu şi suficientă, pentru asigurarea credibilităţii acţiunilor sale. Credibilitatea şi eficienţa politicii monetare depind şi de responsabilitatea băncii centrale, de asigurarea transparenţei şi a comunicării politicii monetare.

Pentru a-şi menţine legitimitatea, **o bancă centrală independentă trebuie să-şi asume răspunderea** în faţa instituţiilor democratice şi a opiniei publice pentru acţiunile întreprinse în vederea realizării mandatului său. Astfel, într-o serie de ţări se prevede obligativitatea acestei instituţii de a prezenta periodic rapoarte de activitate în faţa parlamentului. Aprobarea de către parlament a rapoartelor de activitate prezintă importanţă pentru imaginea şi credibilitatea băncii centrale, precum şi pentru sporirea încrederii publicului. De pildă, Tratatul de la Maastricht evidenţiază o serie de obligaţii de raportare ale Băncii Centrale Europene şi instituie necesitatea unor raportări periodice în faţa Parlamentului pentru a se asigura existenţa răspunderii. Astfel, potrivit articolului 113, aliniatul 3 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene, BCE trebuie să prezinte un raport anual cu privire la activităţile Sistemului European al Băncilor Centrale şi politica monetară din anul precedent şi din anul în curs Parlamentului European, Consiliului UE, Comisiei şi Consiliului european.

În România, guvernatorul BNR, în numele Consiliului de Administraţie, prezintă Parlamentului, până la data de 30 iunie a anului următor, Raportul anual al BNR, care urmează să fie dezbătut, fără să fie supus votului, în şedinţa comună a celor două Camere ale Parlamentului.

Transparenţa politicii monetare reflectă măsura în care banca centrală dezvăluie informaţii cu privire la formularea şi implementarea deciziilor de politică monetară. Aceste informaţii trebuie să fie clare, să aibă *un conţinut substanţial* şi să fie *accesibile publicului larg şi pieţelor*. Asemenea cerinţe sunt necesare deoarece transparenţa urmăreşte asigurarea unei mai bune înţelegeri a deciziilor de politică monetară de către public şi, prin aceasta, creşterea credibilităţii şi a eficienţei politicii monetare.

Potrivit Codului bunelor practici pentru transparenţa politicilor monetare şi financiare elaborat de FMI, transparenţa, în cazul politicii monetare, presupune ca obiectivele politicii monetare, cadrul său juridic, instituţional şi administrativ, deciziile de politică monetară, argumentele privind aceste decizii, principiile care definesc responsabilitatea civică a băncilor centrale să fie prezentate publicului, în mod clar, accesibil şi în timp util[96].

[96] IMF – „Code of good practices on transparency in monetary and financial policies: Declaration of principles", 1999, http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf.

Transparența poate să permită creșterea eficienței politicii monetare, astfel[97]:

✓ *prin contribuția la întărirea credibilității băncii centrale.* În condițiile în care banca centrală este percepută de public[98] ca fiind capabilă și preocupată să-și îndeplinească misiunea, se poate asigura ancorarea anticipațiilor cu privire la inflație la un nivel scăzut. În aceste condiții, este posibilă atingerea obiectivului prioritar al politicii monetare – asigurarea și menținerea stabilității prețurilor;

✓ angajamentul ferm al băncii centrale în asigurarea transparenței impune *autodisciplină organelor de decizie ale băncii centrale.* Transparența permite publicului să evalueze rezultatele acțiunilor întreprinse de banca centrală, ceea ce ar stimula organele de conducere să-și îndeplinească cât mai bine posibil mandatul;

✓ *transparența îmbunătățește anticipațiile participanților pe piețe cu privire la orientarea pe termen mediu a politicii monetare.* Prin anunțarea strategiei de politică monetară și prin comunicarea regulată a evoluției economiei, banca centrală oferă participanților pe piețe elemente de orientare, care le sunt necesare pentru elaborarea în condiții optime a anticipațiilor.

Transparența reală a politicii monetare nu se rezumă la o simplă publicare de informații. Ea evidențiază importanța fundamentală a comunicării băncilor centrale cu participanții pe piețe.

Politica de comunicare a băncii centrale presupune furnizarea, în mod deschis, clar și la momentul oportun, de informații semnificative și pertinente, care să permită publicului să înțeleagă politica monetară. De asemenea, comunicarea trebuie să vizeze explicarea deciziilor de politică monetară deoarece aceasta se exercită într-un mediu complex, incert și în continuă transformare.

În contextul globalizării financiare, calitatea informațiilor furnizate de banca centrală prezintă o importanță semnificativă pentru buna funcționare a piețelor. În cazul în care informațiile sunt lipsite de substanță și nu sunt pertinente, credibilitatea băncii centrale este știrbită și, astfel, eficiența politicii monetare este redusă.

Pentru o bună informare a publicului, **băncile centrale recurg la diverse mijloace de comunicare** și urmăresc îmbunătățirea conținutului mesajelor pentru a le conferi un grad ridicat de accesibilitate. De exemplu, în cazul Băncii Naționale a României[99], principala modalitate de informare a publicului o reprezintă publicațiile BNR (rapoarte anuale, rapoarte asupra inflației, rapoarte asupra stabilității financiare etc.) disponibile, atât pe suport hârtie, cât și în format electronic. De asemenea, BNR comunică cu publicul în diverse moduri,

---

[97] ECB – *The monetary policy of the ECB*, second edition, 2004, pp. 67-68, http://www.ecb.intpubpdfothermonetarypolicy2004en.pdf.

[98] prin informațiile pe care le furnizează cu privire la mandatul său și modul de îndeplinire a acestuia.

[99] BNR – *Raport anual*, 2007, pp. 126-127, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

printre care: răspunsuri la întrebări şi solicitări adresate de către jurnalişti, difuzarea de comunicate de presă privind deciziile băncii centrale, organizarea de conferinţe de presă, interviuri şi dezbateri radio şi televizate ale reprezentanţilor BNR etc.

BNR asigură transparenţa şi accesul la informaţii de interes public prin afişarea acestora pe website-ul instituţiei, prin comunicate de presă, prin răspunsurile la solicitările formulate în scris sau telefonic, precum şi prin Punctul de informare-documentare, care funcţionează la sediul central al BNR.

Gradul de transparenţă a politicii monetare diferă de la o ţară la alta, în funcţie de regimul de politică monetară adoptat. De exemplu, în cazul ţărilor care au adoptat, începând cu anii '90, regimul de ţintire directă a inflaţiei, gradul de transparenţă a politicii monetare este mai mare. Aceasta deoarece un asemenea regim presupune ca autorităţile monetare să furnizeze informaţii şi analize detaliate cu privire la ţinta de inflaţie urmărită şi rezultatele obţinute, în vederea orientării anticipaţiilor şi sporirii eficienţei politicii monetare. Comparativ, în ţările cu un regim de curs de schimb fix, gradul de transparenţă este mai scăzut pentru că autorităţile pot restrânge publicarea anumitor informaţii cu scopul de a se evita perturbarea pieţelor.

În condiţiile globalizării financiare, creşterea gradului de transparenţă a politicilor monetare reprezintă o necesitate deoarece poate să permită limitarea volatilităţii pieţelor. În acest sens, prezintă importanţă semnificativă **politica de comunicare a băncii centrale cu pieţele financiare**. Aceasta poate să permită orientarea şi ancorarea anticipaţiilor agenţilor economici şi financiari prin deţinerea de informaţii exacte cu privire la pieţe, pe de o parte, şi prin transmiterea de semnale clare şi credibile cu privire la intenţiile pe termen scurt şi obiectivele urmărite de banca centrală, pe de altă parte.

În ultimii ani, în contextul crizelor financiare internaţionale, se constată o preocupare sporită a băncilor centrale pentru promovarea unei **politici de comunicare în materie de stabilitate financiară**[100]. În situaţii normale, lipsite de criză, banca centrală poate să furnizeze participanţilor pe pieţe informaţii cu privire la soliditatea sistemului financiar şi, eventual, să atragă atenţia asupra unor potenţiale riscuri. În schimb, în situaţii de criză se apreciază că băncile centrale ar trebui să manifeste o anumită discreţie în comunicarea cu pieţele, acordând prioritate adoptării de măsuri pentru rezolvarea dificultăţilor fără să alarmeze piaţa sau să agraveze situaţia. Însă, în cazul în care apar zvonuri cu privire la anumite turbulenţe bancare sau financiare, banca centrală trebuie să comunice rapid cu pieţele pentru restabilirea încrederii acestora în mediul economico- financiar.

Crizele financiare internaţionale manifestate în ultimii ani au determinat băncile centrale din diferite ţări să acorde o atenţie sporită promovării stabilităţii financiare. Aceasta deoarece un sistem financiar robust şi stabil ar asigura o

[100] Banque de France – „Vulnérabilités et surveillance du système financier international", *Revue de la stabilité financière*, 2003, http://www.banquefrance.eu/fr/publications/telechar/rsf/2003/etud6_1103.pdf.

transmitere eficientă a deciziilor de politică monetară asupra economiei reale. De asemenea, crizele financiare internaționale recente evidențiază, în opinia unor autori, așa numitul **„paradox al credibilității" politicii monetare**[101], potrivit căruia o politică monetară credibilă, care urmărește asigurarea stabilității prețurilor, poate să determine agravarea dezechilibrelor macrofinanciare.

Ipoteza „paradoxului credibilității" este formulată în literatura de specialitate și sub denumirea de ipoteza **„new environment"**[102], conform căreia odată cu stabilizarea inflației la niveluri reduse, se creează un mediu economic nou, în care stabilitatea financiară nu este garantată. Prin urmare, asigurarea stabilității prețurilor reprezintă o condiție necesară, dar nu și suficientă pentru asigurarea stabilității financiare.

„Paradoxul credibilității" politicii monetare sau ipoteza „new environment" pune în evidență faptul că un mediu economic caracterizat printr-o rată a inflației scăzută și stabilă poate să creeze un climat de încredere exagerată, care ar încuraja asumarea unor riscuri considerabile. În acest context, s-ar înregistra o creștere excesivă a prețului activelor financiare, care ar antrena instabilitatea sistemului financiar.

Implicațiile negative ale fluctuațiilor semnificative ale prețurilor activelor financiare au determinat unele bănci centrale să includă prețul activelor financiare, inclusiv prețul activelor imobiliare în gama indicatorilor reținuți pentru a defini strategia de politică monetară[103]. De exemplu, Banca Centrală Europeană include indicele bursier în gama de indicatori care definește strategia sa de politică monetară.

Chiar dacă, deocamdată, nu s-a ajuns la verificarea empirică a ipotezei „paradoxului credibilității" politicii monetare, problema relației dintre stabilitatea prețurilor, implicit a credibilității politicii monetare, și stabilitatea financiară rămâne în centrul preocupărilor băncilor centrale.

Criza financiară internațională din anii 1997 - 1998, inclusiv criza financiară internațională actuală[104] dovedesc că un nivel scăzut al inflației este o condiție necesară, dar nu suficientă pentru asigurarea stabilității financiare. În acest nou context, prezintă importanță evaluarea măsurii în care banca centrală are capacitatea de a asigura concomitent stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, prin manevrarea instrumentelor sale de politică monetară[105]. Totodată, realitatea economică arată că pot exista situații în care asigurarea

---

[101] Mésonnier, Jean-Stephane – „Le paradoxe de la crédibilité en question", *Bulletin de la Banque de France*, n° 122, 2004, http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_122_etu_3.pdf.

[102] Isărescu, Mugur – *Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară*, 2006, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

[103] Patat, Jean-Pierre – „La stabilité financière, nouvell urgence pour les banques centrales", *Bulletin de la Banque de France*, n° 84, 2000, http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_84_etu_1.pdf.

[104] declanșată, în august, 2007, pe piața creditelor ipotecare subprime din SUA.

[105] Isărescu, Mugur – *Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României*, 2008, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

stabilității financiare să fie mai importantă comparativ cu obiectivul de menținere a stabilității prețurilor. În acest caz, politica monetară orientată în direcția asigurării stabilității prețurilor poate să accepte, cel puțin pe termen scurt, adoptarea cu prioritate de măsuri în direcția asigurării stabilității financiare. Prin urmare, chiar dacă obiectivul fundamental al politicii monetare îl reprezintă asigurarea stabilității prețurilor, banca centrală trebuie să fie preocupată și de asigurarea stabilității financiare. În absența acesteia nu se poate asigura creșterea eficienței politicii monetare și, în final, stabilitatea prețurilor pe termen mediu și lung.

Intrebări

1. Prezentați argumentele aduse în favoarea asigurării stabilității prețurilor în calitate de obiectiv fundamental al politicii monetare.
2. Prezentați avantajele pe care le prezintă stabilitatea prețurilor.
3. Caracterizați strategia de țintire a cursului de schimb.
4. Prezentați avantajele și dezavantajele regimului de țintire a agregatelor monetare.
5. Definiți strategia de țintire directă a inflației și prezentați componentele sale.
6. Prezentați condițiile de îndeplinit pentru implementarea strategiei de țintire directă a inflației.
7. Prezentați avantajele și dezavantajele regimului de țintire directă a inflației.
8. Prezentați comparativ obiectivele intermediare și operaționale ale politicii monetare.
9. Prezentați principalele mutații produse în planul politicii monetare în contextul globalizării financiare.
10. Caracterizați comparativ politica monetară automată și politica monetară discreționară.
11. Prezentați argumentele aduse în favoarea asigurării independenței băncilor centrale.
12. Caracterizați componentele independenței băncii centrale.
13. Caracterizați modelele de cuantificare a gradului de independență a băncilor centrale.
14. Explicați rolul transparenței politicii monetare în creșterea eficienței acesteia.
15. Caracterizați politica de comunicare a băncilor centrale în contextul globalizării financiare.

BCU / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Bibliografie recomandată

1. Bailly, Jean-Luc ş.a. – *Économie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000;
2. Bernanke, Ben S., Mishkin, Frederic S. – „Inflation targeting: a new framework for monetary policy?", *Working Paper* 5893, January 1997, http://www.nber.org/papers/w5893.pdf
3. Cărare, Alina, Stone, Mark R. – „Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper* nº 9, 2003, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16239.0
4. Cerna, Silviu – „Politica monetară şi criza financiară", *Revista Română de Fiscalitate*, 12 (22), 2008;
5. Cerna, Silviu ş.a. – *Stabilitatea financiară*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara, 2008;
6. Eijffinger, Sylvester C.W., Haan, Jakob De – „The Political Economy of Central Bank Independence", *Special Papers in International Economics*, nº 19, 1996, http://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf;
7. Haan, Jacob de, Jensen, David Jan – „The communications policy of the European Central Bank: An overview of the first decate", *DNB Working Paper*, nº 212, June, 2009, http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20212_tcm46-219455.pdf;
8. Isărescu, Mugur – *Reflecţii economice – Pieţe, Bani, Bănci*, Editura Expert, Bucureşti, 2001;
9. Landais, Bernard – *Leçons de politique monétaire*, Ėditions De Boeck Université, Bruxelles, 2008;
10. Mishkin, Frederich S. – *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Boston, 2004;
11. Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
12. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 4

Impactul politicii monetare asupra economiei reale

Cuprinsul capitolului

4.1. Mecanismul de transmitere a politicii monetare şi caracteristicile sale
4.2. Factori de influenţă asupra mecanismului de transmisie a impulsurilor monetare.

Obiective

1. Perceperea conceptului de mecanism de transmisie a politicii monetare şi cunoşterea componentelor sale
2. Cunoaşterea canalelor de transmisie monetară
3. Înţelegerea modului în care autorităţile monetare influenţează economia reală şi contribuie la atingerea obiectivelor finale ale politicii monetare
4. Cunoaşterea şi înţelegerea principalilor factori de influenţă asupra mecanismului de transmisie monetară.

Cuvinte-cheie

Mecanism de transmisie monetară, canal de transmitere a politicii monetare, canalul ratei dobânzii, canalul cursului de schimb, canalul preţului acţiunilor, canalul creditului bancar, canalul bilanţier, canalul anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare.

Introducere

Măsurile de politică monetară au impact asupra economiei reale prin intermediul mai multor canale, a căror importanţă diferă de la o ţară la alta, în principal în funcţie de specificul fiecărei economii, de structura sistemului financiar şi de cadrul legal existent.

Cunoaşterea canalelor de transmitere a politicii monetare permite înţelegerea impactului pe care îl are politica monetară asupra economiei reale şi modul în care autorităţile monetare contribuie la realizarea obiectivelor principale ale politicii economice.

BUCHAREST / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4.1. Mecanismul de transmitere a politicii monetare şi caracteristicile sale

Mecanismul de transmitere a politicii monetare reprezintă procesul prin care deciziile de politică monetară influenţează, prin diferite canale, comportamentul participanţilor pe pieţe, activitatea economică şi nivelul general al preţurilor.

Mecanismul de transmitere a politicii monetare are un caracter complex şi cuprinde două mari segmente, şi anume: **primul segment** *reflectă impactul deciziilor de politică monetară asupra variabilelor financiare* (ratele de dobândă ale pieţei financiare, preţul activelor financiare, cursul de schimb etc.); cel de-**al doilea segment** *evidenţiază impactul modificării variabilelor financiare asupra economiei reale.*

Canalele de transmisie a politicii monetare reprezintă căile prin care deciziile de politică monetară au impact asupra economiei reale. Ele pun în evidenţă modul în care deciziile de politică monetară antrenează modificări ale variabilelor reale (producţie, grad de ocupare a forţei de muncă, investiţii, în general, cererea de bunuri şi servicii).

Potrivit studiilor de specialitate, deciziile de politică monetară se transmit în economie, prin intermediul mai multor canale (a se vedea figura 24), şi anume:

- rata dobânzii;
- preţurile altor active;
- creditul;
- anticipaţiile şi efectele de semnalizare.

1. Canalul ratei dobânzii

Acesta **reflectă impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul variaţiei ratei dobânzii.**

Variaţiile ratei dobânzii reprezintă elementul principal al mecanismului de transmisie a politicii monetare în cadrul modelului keynesian IS – LM.

Concepţia keynesiană IS – LM a mecanismului de transmisie a politicii monetare poate fi prezentată schematic (a se vedea figura 25) astfel: *o politică monetară expansionistă*, care antrenează o creştere a masei monetare ($\uparrow M$), *conduce la scăderea ratelor de dobândă reale* ($\downarrow i_r$); aceasta *reduce costul capitalului*, care antrenează *creşterea cheltuielilor de investiţii* ($\uparrow I$) şi, în consecinţă, *sporirea cererii agregate şi a producţiei* ($\uparrow Y$):

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i_r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y \text{ sau } \downarrow M \Rightarrow \uparrow i_r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$$

Figura 25. Concepţia keynesiană IS – LM a mecanismului de transmisie a politicii monetare

BCU "CAROL I" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

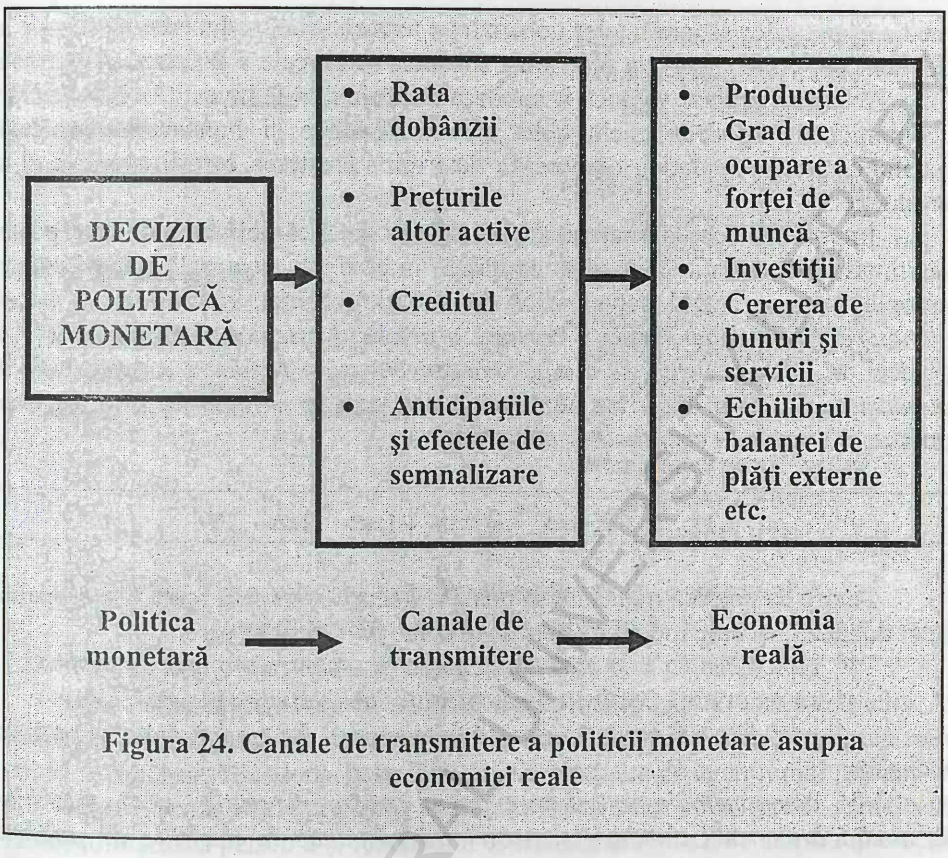


Figura 24. Canale de transmitere a politicii monetare asupra economiei reale

Deşi iniţial Keynes a prezentat canalul ratei dobânzii ca fiind operaţional prin intermediul deciziilor de investiţii ale agenţilor economici, studiile ulterioare au demonstrat că deciziile populaţiei cu privire la cumpărarea de bunuri de folosinţă îndelungată şi cele privind cumpărarea sau construirea de locuinţe sunt similare cu deciziile de investiţii. Prin urmare, *canalul ratei dobânzii are impact şi asupra cheltuielilor de consum ale populaţiei* (variabila „I" reprezentând cheltuielile cu achiziţionarea de bunuri de folosinţă îndelungată şi cele legate de cumpărarea sau construirea de locuinţe).

În cadrul mecanismului de transmitere a politicii monetare prin canalul ratei dobânzii se acordă o importanţă mai mare ratei reale a dobânzii şi nu celei nominale. De asemenea, se consideră că rata reală a dobânzii pe termen lung, şi nu pe termen scurt, ar avea un impact semnificativ asupra cheltuielilor.

Legătura dintre rata nominală a dobânzii pe termen scurt, care poate să fie influenţată de o bancă centrală, şi rata reală a dobânzii pe termen lung se bazează pe rigiditatea preţurilor. Dacă preţurile sunt rigide, o politică monetară expansionistă care conduce la scăderea ratei nominale a dobânzii pe termen scurt reduce, totodată, şi rata reală a dobânzii pe termen scurt. Ţinând cont de teoria anticipaţiilor raţionale, conform căreia rata dobânzii pe termen lung reprezintă

media aşteptărilor asupra ratelor dobânzii pe termen scurt, reducerea ratei reale a dobînzii pe termen scurt va determina scăderea ratei reale a dobânzii pe termen lung. Aceasta din urmă va duce la sporirea cheltuielilor de investiţii ale agenţilor economici, la sporirea cheltuielilor pentru locuinţe şi bunuri de folosinţă îndelungată ale populaţiei, ceea ce va determina creşterea cererii agregate şi a producţiei.

Importanţa acordată ratei reale a dobânzii arată că politica monetară poate să stimuleze economia chiar şi în condiţiile în care rata nominală a dobânzii se apropie de zero (cazul economiilor cu deflaţie). Astfel, *o creştere a masei monetare* ($\uparrow \mathbf{M}$) *va determina o creştere a nivelului aşteptat al preţurilor* ($\uparrow \mathbf{P_a}$) şi, deci, *al inflaţiei aşteptate* ($\uparrow \pi_a$), *care antrenează o reducere a ratei reale a dobânzii* ($\downarrow \mathbf{i_r}$), chiar dacă rata nominală a dobânzii se apropie de zero, şi, prin urmare, *o creştere a cheltuielilor cu investiţiile.*

$$\uparrow \mathbf{M} \Rightarrow \uparrow \mathbf{P_a} \Rightarrow \uparrow \pi_a \Rightarrow \downarrow \mathbf{i_r} \Rightarrow \uparrow \mathbf{I} \Rightarrow \uparrow \mathbf{Y}$$

Pentru ca politica monetară să poată influenţa economia reală, prin canalul ratei dobânzii, trebuie îndeplinite anumite condiţii[106], printre care:

- ✓ *banca centrală să aibă capacitatea de a controla oferta de monedă;*
- ✓ *să nu existe alt substitut pentru bani în efectuarea tranzacţiilor;*
- ✓ *preţurile să nu se ajustează instantaneu la modificările ofertei de monedă;*
- ✓ *componentele cererii agregate (de pildă, investiţiile) să fie sensibile la modificările ratei dobânzii şi, astfel, să răspundă la deciziile de politică monetară.*

Deciziile de politică monetară antrenează în economia reală, prin canalul ratei dobânzii, trei tipuri de efecte[107]:

- **efectul de substituire**, care reflectă impactul variaţiei ratei dobânzii asupra opţiunii între consum şi economisire a agenţilor nefinanciari (a se vedea figura 26). Astfel, creşterea ratelor de dobândă stimulează agenţii economici şi populaţia să economisească sau să efectueze plasamente pe piaţa financiară şi descurajează consumul sau investiţiile productive (randamentul investiţiilor productive este aleatoriu şi pe termen lung)[108]. Prin urmare, politica monetară influenţează, prin intermediul ratei dobânzii, cheltuielile de consum şi de investiţii, respectiv cererea de bunuri şi servicii.

[106] Pocan, Mihaela – *Politicile monetare şi piaţa de capital din România*, Editura Economică, Bucureşti, 2005, p. 25.

[107] Bailly, Jean-Luc ş.a., – *Economie monètaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000, p. 262.

[108] raţionamentul este invers în cazul scăderii ratelor de dobândă.

BCU "CAROL I" BUCUREŞTI

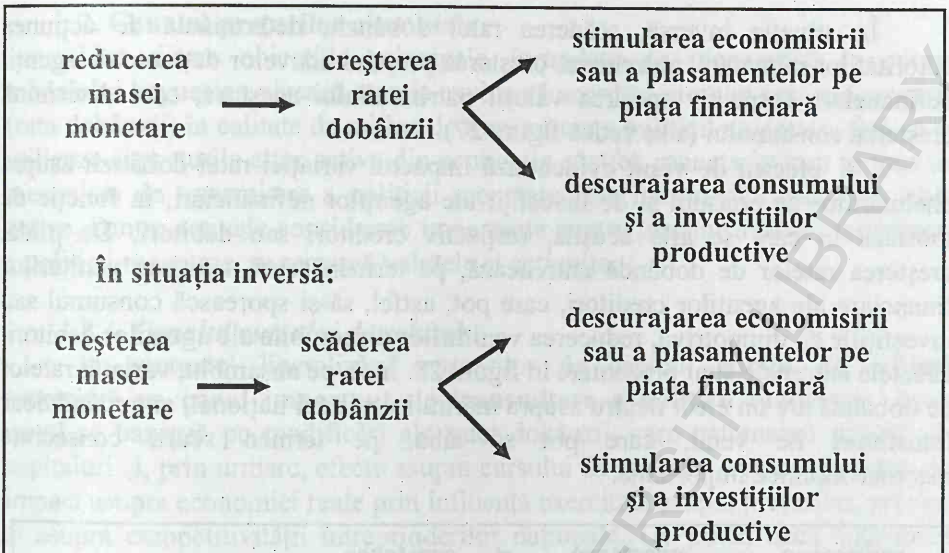


Figura 26. Transmiterea impulsurilor monetare prin canalul ratei dobânzii – efectul de substituţie

- **efectul de avere** se manifestă prin intermediul preţului activelor, în special a celor financiare, care depinde de rata dobânzii. Astfel, creşterea ratei dobânzii determină scăderea preţului activelor deţinute de agenţii nefinanciari şi, prin urmare, reducerea valorii patrimoniului (averii) acestora, care îi stimulează să economisească pentru a-şi reconstitui averea. În acest caz, se amplifică efectul de substituire prezentat anterior. **Schematic, efectul de avere se poate reprezenta prin figura 27.**

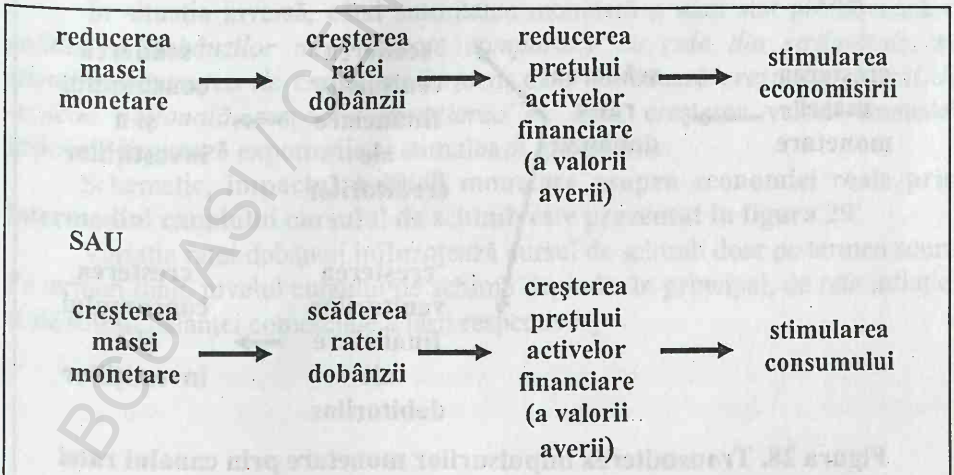


Figura 27. Transmiterea impulsurilor monetare prin canalul ratei dobânzii – efectul de avere

BCU IAŞI / CENTRUL UNIVERSITAR IBRARY

În situaţia inversă, scăderea ratei dobânzii, determinată de acţiunea autorităţilor monetare, antrenează creşterea preţului activelor deţinute de agenţii nefinanciari, respectiv sporirea valorii patrimoniului acestora, care determină creşterea consumului (a se vedea figura 27).

- **efectul de venit** evidenţiază impactul variaţiei ratei dobânzii asupra cheltuielilor de consum şi de investiţii ale agenţilor nefinanciari, în funcţie de ipostaza în care se află aceştia, respectiv creditori sau debitori. De pildă, creşterea ratelor de dobândă antrenează, pe termen scurt, sporirea veniturilor financiare ale agenţilor creditori, care pot, astfel, să-şi sporească consumul sau investiţiile şi, dimpotrivă, reducerea veniturilor disponibile ale agenţilor debitori. Efectele antrenate sunt prezentate în figura 28. Însă, pe ansamblu, variaţia ratelor de dobândă are un efect neutru asupra mărimii venitului naţional, antrenând doar transferuri de venit, care pot să aibă, pe termen scurt, consecinţe macroeconomice importante.

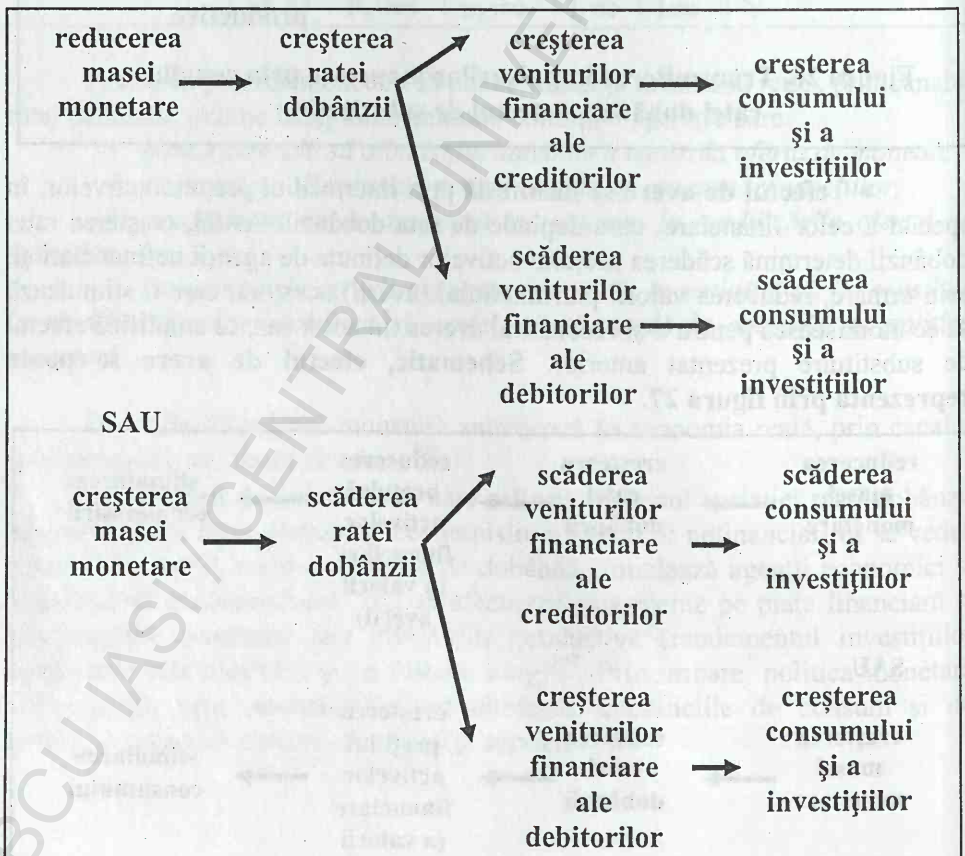


Figura 28. Transmiterea impulsurilor monetare prin canalul ratei dobânzii – efectul de avere

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2. Canalul preţurilor altor active

Una dintre obiecţiile principale formulate de monetarişti la adresa modelului keynesian vizează atenţia exclusivă acordată preţului unui singur activ (rata dobânzii) în calitate de mijloc de transmitere a politicii monetare, fără să se utilizeze şi preţurile altor active din economie. Astfel, monetariştii au propus un mecanism de transmitere a politicii monetare prin intermediul preţurilor altor active. Dintre activele considerate importante pentru mecanismul de transmitere a politicii monetare, se remarcă valutele şi acţiunile.

2.1. Canalul cursului de schimb

În contextul liberalizării mişcărilor de capital, **cursul de schimb** reprezintă un **canal important de transmitere a politicii monetare**. Acest canal se bazează pe modificări ale ratei dobânzii, care antrenează mişcări de capitaluri şi, prin urmare, efecte asupra cursului de schimb. Acesta din urmă are impact asupra economiei reale prin influenţa exercitată asupra preţurilor, precum şi asupra competitivităţii întreprinderilor naţionale. De pildă, dacă autoritatea monetară a unui stat promovează o *politică a dobânzilor mai scăzute comparativ cu cele din străinătate, se descurajează intrarea de capitaluri în ţară* sau chiar *se încurajează ieşirea acestora din ţară*, care vor antrena *scăderea valorii monedei naţionale*. Deprecierea monedei naţionale face ca preţurile bunurilor naţionale să fie mai scăzute comparativ cu cele ale bunurilor din străinătate. În condiţiile în care cererea este elastică în raport cu preţul, creşte cererea externă pentru bunurile naţionale şi, prin urmare, sporesc exporturile, care duc la creşterea producţiei. Pe de altă parte, deprecierea monedei naţionale scumpeşte importurile, care determină – în condiţiile în care cererea este elastică în raport cu preţul – creşterea cererii interne pentru bunurile naţionale, şi, prin urmare, sporirea cererii agregate.

În situaţia inversă, când autoritatea monetară a unui stat promovează o *politică a dobânzilor mai ridicate comparativ cu cele din străinătate, se stimulează intrarea de capitaluri în ţară*, care antrenează *creşterea cererii de monedă naţională*, respectiv *aprecierea ei*. Însă, creşterea valorii monedei naţionale limitează exporturile şi stimulează importurile.

Schematic, **impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul canalului cursului de schimb este prezentat în figura 29**.

Variaţia ratei dobânzii influenţează cursul de schimb doar pe termen scurt. Pe termen lung, nivelul cursului de schimb depinde, în principal, de rata inflaţiei şi de soldul balanţei comerciale a ţării respective.

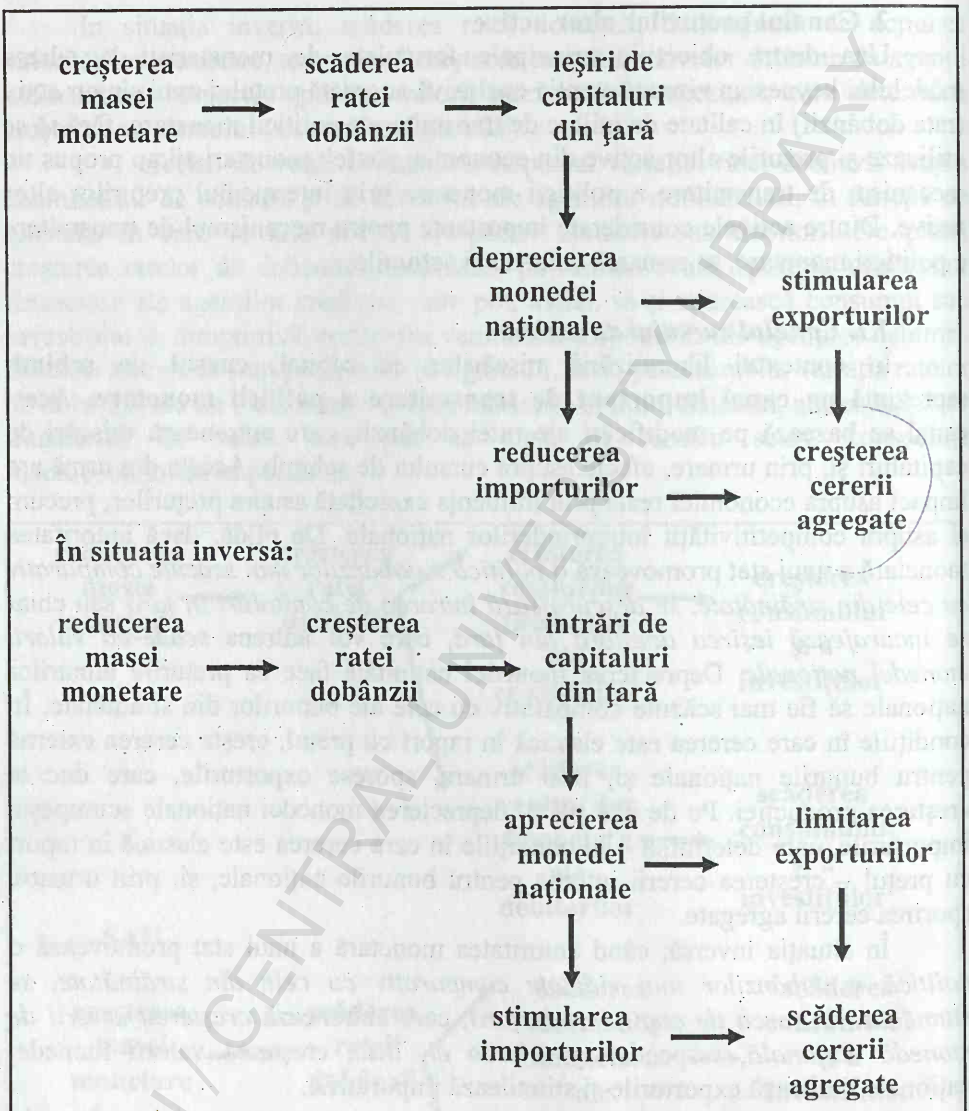


Figura 29. Transmiterea impulsurilor monetare prin canalul cursului de schimb

Impactul deciziilor de politică monetară asupra economiei reale prin intermediul canalului cursului de schimb depinde de anumiţi factori, printre care[109]:

[109] Bailly, Jean-Luc ş.a. – *op. cit.*, p. 263.

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *încrederea participanţilor pe pieţe în deciziile adoptate de autorităţile monetare*;
- *gradul de deschidere spre exterior a economiei naţionale*;
- *capacitatea pieţelor de a absorbi şocurile determinate de autorităţile monetare*.

De pildă, este de remarcat faptul că, dezvoltarea pieţelor produselor derivate (contractele futures, contractele de opţiuni, swap-urile etc.) poate să reducă impactul măsurilor de politică monetară şi, prin urmare, obiectivele urmărite să nu fie atinse. Aceasta întrucât produsele derivate permit agenţilor nefinanciari să se protejeze împotriva fluctuaţiilor ratelor de dobândă şi ale cursului de schimb, care reprezintă canale importante de transmitere a efectelor politicii monetare asupra economiei reale.

Cererea agregată[110] exprimă cheltuielile totale efectuate de utilizatorii interni şi externi pentru achiziţionarea bunurilor şi serviciilor finale produse în cadrul unei economii. Mărimea cererii agregate se determină prin însumarea cererii interne (valoarea bunurilor şi serviciilor utilizate într-o economie pentru consum final şi investiţii) şi a exporturilor nete de bunuri şi servicii (diferenţa dintre valoarea exporturilor şi a importurilor de bunuri şi servicii).

2.2. Canalul preţului (cursului) acţiunilor

Canalul preţului acţiunilor reflectă impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul preţurilor acţiunilor, care antrenează modificări prin două mecanisme: **coeficientul „Q" a lui Tobin şi efectele averii asupra consumului.**

- **Coeficientul „Q" al lui Tobin**[111]

Teoria coeficientul „Q" a lui James Tobin explică modul în care politica monetară influenţează economia prin efectele sale asupra cursului acţiunilor. James Tobin a definit **coeficientul „Q" ca fiind raportul dintre valoarea de piaţă a întreprinderii şi costul de înlocuire a capitalului** (suma cheltuită pentru achiziţionarea de active fixe). Dacă coeficientul Q este ridicat, atunci preţul de piaţă al întreprinderii este mai ridicat comparativ cu costul de înlocuire a capitalului astfel că noile investiţii productive sunt mai puţin costisitoare în raport cu valoarea de piaţă a întreprinderii. În acest caz, întreprinderile pot să emită acţiuni şi să obţină un preţ mai bun comparativ cu costul investiţiilor pe care le realizează. Prin urmare, cheltuielile de investiţii vor creşte deoarece întreprinderile pot să achiziţioneze mai multe echipamente şi utilaje noi cu o emisiune mai mică de acţiuni noi.

[110] BNR – *Glosar*, http://www.bnr.ro/Glosar-2444.aspx.

[111] Mishkin, Frederich S. – „Les canaux de transmission monétaire: Leçons pour la politique monétaire", *Bulletin de la Banque de France*, nr. 27/1996, p. 94, http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_27_etu_1.pdf.

În situaţia inversă, când coeficientul Q este scăzut, întreprinderile nu vor cumpăra echipamente şi utilaje noi deoarece valoarea de piaţă a întreprinderii este scăzută în raport cu costul de înlocuire a capitalului. În cazul în care, totuşi, întreprinderile doresc să efectueze investiţii, ele pot să cumpere o altă întreprindere, la un preţ mai avantajos. În acest caz, cheltuielile de investiţii vor fi mai reduse.

Impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul preţului acţiunilor şi al coeficientului Q poate fi prezentat astfel: *politica monetară expansionistă, prin scăderea ratei dobânzii (↓i), determină reducerea atractivităţii obligaţiunilor comparativ cu acţiunile, fapt care va antrena creşterea cererii pentru acţiuni*. Aceasta va antrena *creşterea preţului de piaţă al acţiunilor* ($\uparrow P_{acţ}$), *sporirea coeficientului* Q, *creşterea cheltuielilor pentru investiţii* (↑I) şi, prin urmare, *sporirea producţiei* (↑Y).

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow P_{acţ} \Rightarrow \uparrow Q \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$$

În situaţia inversă:

$$\downarrow M \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow P_{acţ} \Rightarrow \downarrow Q \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$$

- **Efectul averii asupra consumului**[112]

Acest canal a fost evidenţiat de Franco Modigliani, care, în teoria „ciclului de viaţă", susţine că cheltuielile de consum sunt determinate de resursele acumulate (capital uman, capital real şi averea financiară) de-alungul vieţii de către consumatori. Acţiunile reprezintă o componentă importantă a averii financiare astfel că o creştere a preţului de piaţă al acţiunilor determină sporirea valorii averii financiare şi, prin urmare, a resurselor consumatorilor, fapt ce determină creşterea consumului şi , în consecinţă, a producţiei.

Schematic, relaţiile cauzale implicate de acest mecanism se prezintă astfel:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow P_{acţ} \Rightarrow \uparrow \textbf{averea financiară} \Rightarrow \uparrow \textbf{consumul} \Rightarrow \uparrow \textbf{producţia}$$

În situaţia inversă:

$$\downarrow M \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow P_{acţ} \Rightarrow \downarrow \textbf{averea financiară} \Rightarrow \downarrow \textbf{consumul} \Rightarrow \downarrow \textbf{producţia}$$

Teoria coeficientului „Q" a lui Tobin şi teoria efectelor averii pot să fie aplicate şi în cazul în care capitalul este reprezentat de locuinţe şi terenuri. O creştere a preţului locuinţelor faţă de costul lor de înlocuire duce la o sporire a coeficientului Q în acest sector, ceea ce stimulează construcţia de noi locuinţe. De asemenea, locuinţele şi terenurile reprezintă o componentă importantă a averii indivizilor. Astfel, creşterea preţului locuinţelor şi terenurilor ($P_{l,t}$)

[112] Mishkin, Frederich S. – *op. cit.*, p. 94.

antrenează sporirea averii indivizilor, care determină sporirea consumului, şi, în consecinţă, a producţiei.

Schematic, impactul politicii monetare asupra economiei reale, prin canalul locuinţelor şi terenurilor, este prezentat în figura 30.

$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow P_{l,t} \Rightarrow \uparrow Q$ **sau a averii** $\Rightarrow \uparrow$**consumul** $\Rightarrow \uparrow$ **producţia**

În situaţia inversă:

$\downarrow M \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow P_{l,t} \Rightarrow \downarrow Q$ **sau a averii** $\Rightarrow \downarrow$**consumul** $\Rightarrow \downarrow$**producţia**

Figura 30. Transmiterea politicii monetare prin canalul locuinţelor şi terenurilor

3. Canalele creditului

Canalele creditului sunt considerate ca fiind complementare canalului ratei dobânzii, efectele generate de acesta din urmă fiind amplificate de efectele antrenate de primele.

Canalele creditului se bazează pe ipoteza asimetriei informaţionale pe piaţa creditului şi cuprind: **canalul creditului bancar** (sau **canalul creditului restrâns**), **canalul creditului larg** (sau **canalul bilanţier**) şi **canalul efectelor asupra patrimoniului gospodăriilor familiale**[113].

Canalul creditului bancar (denumit şi **canalul băncilor comerciale**) evidenţiază rolul sectorului bancar în cadrul sistemului financiar şi relaţiile speciale între banca centrală şi celelalte bănci din sectorul bancar. De asemenea, importanţa acestui canal de transmitere a politicii monetare depinde de ponderea sectorului bancar în cadrul sistemului financiar al unei ţări. Astfel, în ţările în care sectorul bancar deţine o pondere semnificativă în cadrul sistemului financiar, canalul creditului bancar are un rol semnificativ în transmiterea politicii monetare.

Canalul creditului bancar reflectă impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul ofertei de credite bancare. Totodată, acest canal se bazează pe concepţia potrivit căreia creditul bancar şi titlurile financiare sunt imperfect substituibile, astfel:

– pe de o parte, **în calitate de active deţinute de băncile comerciale**, *creditele bancare şi titlurile financiare nu sunt perfect substituibile datorită gradului diferit de lichiditate*. Astfel, promovarea unei politici monetare restrictive poate să determine băncile să dezvolte plasamentele în titluri financiare şi să reducă oferta de credite bancare;

– pe de altă parte, **în calitate de modalităţi de finanţare a anumitor agenţi nefinanciari** (populaţia, întreprinderile mici şi mijlocii), *creditele bancare şi titlurile financiare nu sunt substituibile* (populaţia nu are capacitatea

[113] Plihon, Dominique – *La monnaie et ses mècanismes*, Editions La Découverte & Syros, Paris, 2001, p. 101-102; a se vedea şi Mishkin, Frederich S. – *op. cit.*, p. 97.

să emită titluri şi această capacitate este redusă în cazul întreprinderilor mici), ceea ce determină ca agenţii respectivi să fie dependenţi de creditul bancar.

Substituirea imperfectă dintre creditul bancar şi titlurile financiare se exprimă prin inelasticitatea cererii de credite la variaţiile preţului lor (ratelor de dobândă). Prin urmare, politica monetară influenţează comportamentul agenţilor nefinanciari, mai ales prin efectele pe care le are asupra volumului creditelor bancare disponibile şi mai puţin prin efectele asupra ratelor de dobândă aferente acestora. De pildă, promovarea unei politici monetare expansioniste determină creşterea lichidităţii bancare (L_b), respectiv a rezervelor şi depozitelor bancare, care antrenează sporirea volumului creditelor bancare disponibile. Aceasta din urmă determină creşterea cheltuielilor de consum şi de investiţii ale agenţilor nefinanciari şi, prin urmare, a producţiei. Raţionamentul este invers, în cazul promovării unei politici monetare restrictive.

Schematic, impactul politicii monetare asupra economiei reale, prin canalul creditului bancar se prezintă astfel:

$\uparrow M \Rightarrow \uparrow L_b \Rightarrow \uparrow$creditele bancare $\Rightarrow \uparrow$investiţiile, consumul $\Rightarrow \uparrow$ producţia
În situaţia inversă:
$\downarrow M \Rightarrow \downarrow L_b \Rightarrow \downarrow$creditele bancare $\Rightarrow \downarrow$investiţiile, consumul $\Rightarrow \downarrow$producţia

Figura 31. Transmiterea politicii monetare prin canalul creditului bancar

Funcţionarea eficientă a canalului creditului bancar depinde, în principal, de următoarele condiţii[114]:

✓ *banca centrală să aibă capacitatea de a influenţa volumul creditelor acordate de băncile comerciale*;

✓ *agenţii nefinanciari să nu aibă posibilitatea să apeleze la alte surse de finanţare, nebancare,* în condiţiile în care se reduce volumul creditelor distribuite de bănci;

✓ *sectorul bancar să deţină o pondere semnificativă în cadrul sistemului financiar.*

În concluzie, autorităţile monetare pot să influenţeze mărimea cheltuielilor agenţilor nefinanciari prin intermediul creditelor distribuite de băncile comerciale.

Canalul creditului larg sau **(canalul bilanţier)**

În contextul dezvoltării pieţelor financiare, creditul bancar poate să deţină o pondere redusă în finanţarea agenţilor economici. În aceste condiţii, prezintă importanţă utilizarea unui nou canal de transmitere a efectelor politicii monetare, şi anume **canalul creditului larg** (numit şi **canalul bilanţier**). Acesta are în

[114] Servigny, Arnaud De, Ivan, Zelenko – *Économie financière*, Editions Dunod, Paris, 1999, p. 231; a se vedea şi Cozmâncă, Bogdan Octavian – *Modele pentru fundamentarea politicilor monetare & valutare*, Editura Economică, Bucureşti, 2008, p. 61.

vedere toate modalităţile de finanţare prin împrumuturi ale unui agent economic, inclusiv apelul la piaţa financiară (prin emisiune de obligaţiuni, bilete de trezorerie etc.).

Canalul bilanţier se bazează pe existenţa problemelor legate de asimetria de informare pe piaţa creditului (în relaţia dintre creditori şi debitori), ce cauzează selecţia adversă şi riscul moral (hazardul moral).

Problemele de selecţie adversă şi de risc moral (hazard moral) sunt în relaţie de inversă proporţionalitate cu averea netă a debitorului, care reflectă puterea sa financiară şi capacitatea de a garanta împrumuturile contractate. Astfel, o avere netă mai mare arată că solicitanţii de credite dispun de garanţii mai mari şi pierderile potenţiale generate de selecţia adversă sunt mai mici. De asemenea, creşterea averii nete diminuează riscul moral deoarece debitorii au mai puţine motive să se angajeze în proiecte de investiţii riscante şi imorale din punct de vedere al creditorului.

Asimetria de informare pe piaţa financiară: participanţii pe piaţa financiară nu dispun, întotdeauna, de suficiente informaţii pentru adoptarea deciziilor optime în realizarea tranzacţiilor.

Selecţia adversă: riscul nerecuperării împrumuturilor acordate de creditori, deoarece aceştia nu deţin suficiente informaţii în vederea evaluării corecte a performanţelor financiare ale debitorilor, precum şi a viabilităţii proiectelor acestora.

Riscul moral (hazardul moral): probabilitatea nerecuperării împrumutului întrucât creditorii nu pot să controleze riguros destinaţia creditelor acordate.

O politică monetară expansionistă ($\uparrow$M) determină creşterea preţului acţiunilor ($\uparrow P_{acţ}$), care antrenează sporirea averii nete a deţinătorilor şi atenuarea problemelor de selecţie adversă şi de risc moral. Acestea vor duce la sporirea volumului creditelor şi, prin urmare, la creşterea investiţiilor, respectiv a producţiei.

Funcţionarea canalului bilanţier este reprezentată schematic în figura 32.

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P_{acţ} \Rightarrow \downarrow \text{selecţia adversă, riscul moral} \Rightarrow$$
$$\Rightarrow \uparrow \text{creditele} \Rightarrow \uparrow \text{investiţiile} \Rightarrow \uparrow \text{producţia}$$

În situaţia inversă:

$$\downarrow M \Rightarrow \downarrow P_{acţ} \Rightarrow \uparrow \text{selecţia adversă, riscul moral} \Rightarrow$$
$$\Rightarrow \downarrow \text{creditele} \Rightarrow \downarrow \text{investiţiile} \Rightarrow \downarrow \text{producţia}$$

Figura 32. Transmiterea politicii monetare prin canalul bilanţier

Transmiterea politicii monetare asupra economiei reale poate fi explicată şi pornind de la **efectele asupra fluxurilor de trezorerie ale întreprinderii**, respectiv asupra diferenţei dintre încasări şi plăţi. De exemplu, o politică

monetară restrictivă (↓M), care duce la creşterea ratei nominale a dobânzii, determină înrăutăţirea situaţiei bilanţiere a întreprinderilor, scăderea gradului de lichiditate şi, astfel, scăderea încrederii creditorului în posibilităţile întreprinderii debitoare de a-şi onora datoriile la scadenţă. Prin urmare, problemele de selecţie adversă şi de risc moral vor fi mai importante. Acestea vor determina scăderea volumului creditelor ($\downarrow C_r$) şi, în consecinţă, scăderea volumului producţiei (↓Y).

Schematic, transmiterea politicii monetare prin intermediul fluxurilor de trezorerie este prezentată în figura 33.

$\downarrow M \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow$ fluxurile de trezorerie $\Rightarrow \uparrow$ selecţia adversă şi riscul moral $\Rightarrow$
$\Rightarrow \downarrow C_r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$

SAU

$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow$ fluxurile de trezorerie $\Rightarrow \downarrow$ selecţia adversă şi riscul moral $\Rightarrow$
$\Rightarrow \uparrow C_r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$

Figura 33. Transmiterea politicii monetare prin canalul fluxurilor de trezorerie

Un alt canal bilanţier este cel al **nivelului neanticipat al preţurilor**, care evidenţiază efectele politicii monetare asupra nivelului general al preţurilor[115]. Creşterea neanticipată a nivelului preţurilor va determina reducerea valorii pasivului, în termeni reali, unei întreprinderi, deoarece plăţile în contul unei datorii a întreprinderii sunt fixate prin contract în termeni nominali, însă nu va conduce la reducerea valorii reale a activelor. O politică monetară expansionistă (↑M), care determină o creştere neanticipată a nivelului preţurilor (↑P), conduce la sporirea averii nete a întreprinderilor prin reducerea valorii datoriilor în termeni reali şi, prin urmare, la diminuarea problemelor selecţiei adverse şi a riscului moral. Astfel, se va înregistra o majorare a volumului creditelor ($\uparrow C_r$) şi, în consecinţă, sporirea cheltuielilor cu investiţiile şi a nivelului producţiei (↑Y).

Schematic, relaţiile cauzale implicate de funcţionarea acestui canal sunt prezentate în figura 34.

$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P \Rightarrow \uparrow$averea netă $\Rightarrow \downarrow$selecţia adversă şi riscul moral $\Rightarrow$
$\Rightarrow \uparrow C_r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$

În situaţia inversă:

$\downarrow M \Rightarrow \downarrow P \Rightarrow \downarrow$averea netă $\Rightarrow \uparrow$selecţia adversă şi riscul moral $\Rightarrow$
$\Rightarrow \downarrow C_r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$

Figura 34. Transmiterea politicii monetare prin canalul nivelului neanticipat al preţurilor

[115] Mishkin, Frederich S. – *op. cit.*, p. 97.

Canalul efectelor asupra patrimoniului gospodăriilor familiale[116]

O mare parte din literatura de specialitate care abordează canalul creditului face referiri la cheltuielile agenţilor economici. Însă **acest canal poate să fie aplicabil şi cheltuielilor consumatorilor**, în special **pentru bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe**. O reducere a volumului creditelor bancare, determinată de o politică monetară restrictivă, ar trebui să conducă la scăderea cheltuielilor pentru bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe ale gospodăriilor familiale care nu au acces la alte surse de creditare. De asemenea, creşterea ratei dobânzii duce la înrăutăţirea situaţiei patrimoniale a gospodăriilor familiale, deoarece valoarea activelor cu venit fix (de exemplu, obligaţiunile) este afectată negativ.

Un alt mod de a evidenţia acţiunea canalului bilanţier prin intermediul cheltuielilor consumatoriilor constă în evaluarea implicaţiilor lichidităţii asupra cheltuielilor pentru bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe. Impactul lichidităţii asupra patrimoniului se manifestă mai mult prin înclinaţia consumatorilor de a cheltui şi mai puţin prin dorinţa creditorilor de a acorda împrumuturi. Ţinând cont de asimetriile de informare cu privire la calitatea bunurilor de folosinţă îndelungată şi locuinţe, aceste active au un grad foarte redus de lichiditate.

În cazul în care, în urma unui şoc, veniturile consumatorilor sunt afectate negativ, aceştia sunt nevoiţi să vândă o parte a bunurilor de folosinţă îndelungată şi a locuinţelor în scopul obţinerii de lichidităţi. Însă, este posibil să se înregistreze pierderi importante dacă nu se recuperează întreaga valoare a activelor vândute în regim de urgenţă. Dacă consumatorii ar fi deţinut active financiare (depozite bancare, obligaţiuni, acţiuni), prin vânzarea acestora pe piaţă, ei ar fi obţinut, rapid şi fără dificultăţi, lichidităţile necesare. Prin urmare, dacă consumatorii anticipează că vor avea probleme financiare, ei vor prefera să deţină mai puţine bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe, care au un grad de lichiditate mai scăzut, şi se vor orienta spre active financiare, care au un grad de lichiditate mai ridicat.

Situaţia patrimonială a unui consumator are un rol important în estimarea probabilităţii de a avea dificultăţi financiare în viitor. Dacă consumatorii deţin un nivel ridicat de active financiare comparativ cu datoriile, probabilitatea de a avea probleme financiare în viitor este scăzută şi, prin urmare, vor fi dispuşi să-şi sporească chetuielile cu bunurile de folosinţă îndelungată sau locuinţe. În cazul în care preţul acţiunilor creşte, se înregistrază o creşterea a valoarea activelor deţinute şi, totodată, cheltuielile cu bunurile de folosinţă îndelungată şi locuinţe se vor majora deoarece consumatorii au o situaţie financiară mai sigură, iar probabilitatea de a avea dificultăţi financiare este mai mică. Sporirea cheltuielilor cu bunurile de folosinţă îndelungată şi locuinţe determină creşterea cererii agregate şi a producţiei (Y).

[116] Mishkin, Frederich S. – *op. cit.*, p. 97 – 98.

Schematic, funcţionarea canalului efectelor supra patrimoniului gospodăriilor familiale este prezentată în figura 35.

$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P_{acţ} \Rightarrow$ ↑valoarea activelor financiare ⇒ ↓probabilitatea apariţiei problemelor financiare ⇒ ↑cheltuielile cu bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe ⇒ ↑Y

În situaţia inversă:

$\downarrow M \Rightarrow \downarrow P_{acţ} \Rightarrow$ ↓valoarea activelor financiare ⇒ ↑probabilitatea apariţiei problemelor financiare ⇒ ↓cheltuielile cu bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe ⇒ ↓Y

Figura 35. Transmiterea politicii monetare prin canalul efectelor asupra patrimoniului gospodăriilor familiale

Dacă în cazul canalului fluxurilor de trezorerie, scăderea cheltuielilor este determinată de reticenţa creditorilor de a spori volumul creditelor acordate agenţilor economici, în cazul canalului efectelor asupra patrimoniului gospodăriilor familiale scăderea cheltuielilor este determinată de reticenţa consumatorilor de a cheltui.

Impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul canalului creditului este semnificativ, însă prezintă diferenţieri de la o ţară la alta, în funcţie de tipul de agenţi care apelează la credite (populaţia sau întreprinderile), de caracterul fix sau variabil al ratei dobânzii aferente împrumuturilor. De pildă, impactul politicii monetare este mai semnificativ în cazul întreprinderilor mici şi mijlocii, care apelează într-o măsură mai mare la credite bancare, comparativ cu întreprinderile mari, care au posibilitatea să-şi procure resurse de finanţare de pe piaţa de capital.

Canalul anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare

Funcţionarea acestui canal de transmisie a politicii monetare se bazează pe două aspecte esenţiale ale anticipaţiilor[117], şi anume:

- **orice previziune asupra viitorului are impact imediat asupra situaţiei prezente;**
- **neîncrederea participanţilor pe pieţe în deciziile autorităţilor monetare poate să aibă efecte negative însemnate.**

Aspectele prezentate arată, de fapt, necesitatea ca autorităţile monetare să comunice cu pieţele, transmiţând semnale clare şi credibile.

Canalul anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare reflectă impactul semnalelor de politică monetară asupra economiei, în condiţiile în care autorităţile monetare beneficiază de încrederea participanţilor pe pieţe.

[117] Plihon, Dominique – *op. cit.*, p. 104.

Autoritatea monetară modifică anumite variabile care se află sub controlul său şi care indică participanţilor pe pieţe intenţiile sale. Mesajul transmis influenţează anticipaţiile cu privire la preţuri, ratele de dobândă şi, prin urmare, comportamentul participanţilor pe pieţe.

Până la mijlocul anilor '70, autorităţile monetare utilizau, în calitate de instrumente de semnalizare a intenţiilor lor, obiectivele intermediare ale politicii monetare, în special, agregatele monetare. Însă, în contextul inovaţiilor financiare, masa monetară este mai dificil de măsurat şi evoluţia sa nu mai poate să fie controlată riguros de către autorităţile monetare. Prin urmare, acest obiectiv intermediar nu mai reflectă, clar şi precis, caracterul politicii monetare (restrictiv sau expansionist). Astfel, băncile centrale din majoritatea statelor utilizează în calitate de instrumente de semnalizare a intenţiilor lor, ratele de dobândă directoare (rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, ratele dobânzilor aferente facilităţilor permanente acordate băncilor comerciale).

Mecanismul de transmisie a politicii monetare prin intermediul canalului anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare are ca avantaj simplitatea, însă este eficient în cazul autorităţilor monetare care beneficiază de credibilitate[118].

În cadrul acestui canal de transmitere a politicii monetare se are în vedere transmiterea de mesaje participanţilor pe pieţe şi nu intervenţia prin instrumente specifice politicii monetare.

Canalele de transmitere a politicii monetare prezentate anterior sunt evidenţiate, schematic, în figura 36.

Cu privire la importanţa pe care o prezintă diferitele canale de transmitere a efectelor politicii monetare, opiniile economiştilor se diferenţiază în funcţie de concepţia lor teoretică[119]. Astfel, **teoreticienii care susţin că pieţele funcţionează concurenţial şi eficient**, în sensul că preţurile reflectă orice informaţie disponibilă, acordă prioritate *canalului ratei dobânzii şi al preţurilor activelor financiare*. **Adepţii teoriei keynesiste**, care au în vedere imperfecţiunile pieţelor şi asimetriile de informare, pun accentul pe *canalul creditului*. **Economiştii care acordă importanţă comunicării băncilor centrale cu pieţele** pun accent mai mare pe **canalul anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare.**

Prin prisma practicii, canalele de transmitere a politicii monetare coexistă, iar importanţa lor diferă de la o ţară la alta şi, în cadrul aceleiaşi ţări, de la o perioadă la alta, în funcţie de caracteristicile economiilor naţionale, în special, de particularităţile sistemelor financiare. De pildă, **în ţările în care finanţarea economiei se realizează predominant prin credite bancare**, *canalul ratei dobânzii şi al creditului bancar sunt cele mai utilizate*. Comparativ, **în ţările în care sistemele financiare se axează pe pieţele de capital**, importanţă mai mare o dobândeşte *canalul preţului acţiunilor şi canalul bilanţier*.

---

[118] Bofinger, Peter – *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, 2001, p. 115.

[119] Plihon, Dominique – *op. cit.*, p. 104.

În România, ţinând cont de particularităţile sistemului financiar – predominarea creditului bancar în cadrul resurselor de finanţare a economiei –, principalele canale de transmitere a efectelor politicii monetare sunt reprezentate de rata dobânzii şi creditul bancar. Însă, până în anul 2000, în condiţiile predominării întreprinderilor şi băncilor cu capital de stat, canalele menţionate au avut implicaţii reduse întrucât agenţii cu capital de stat sunt insensibili la nivelul ratei dobânzii. După anul 2000, pe fondul mutaţiilor în procesul de privatizare şi a refacerii procesului de intermediere bancară, s-a înregistrat o creştere a eficienţei canalului ratei dobânzii şi al creditului bancar[120].

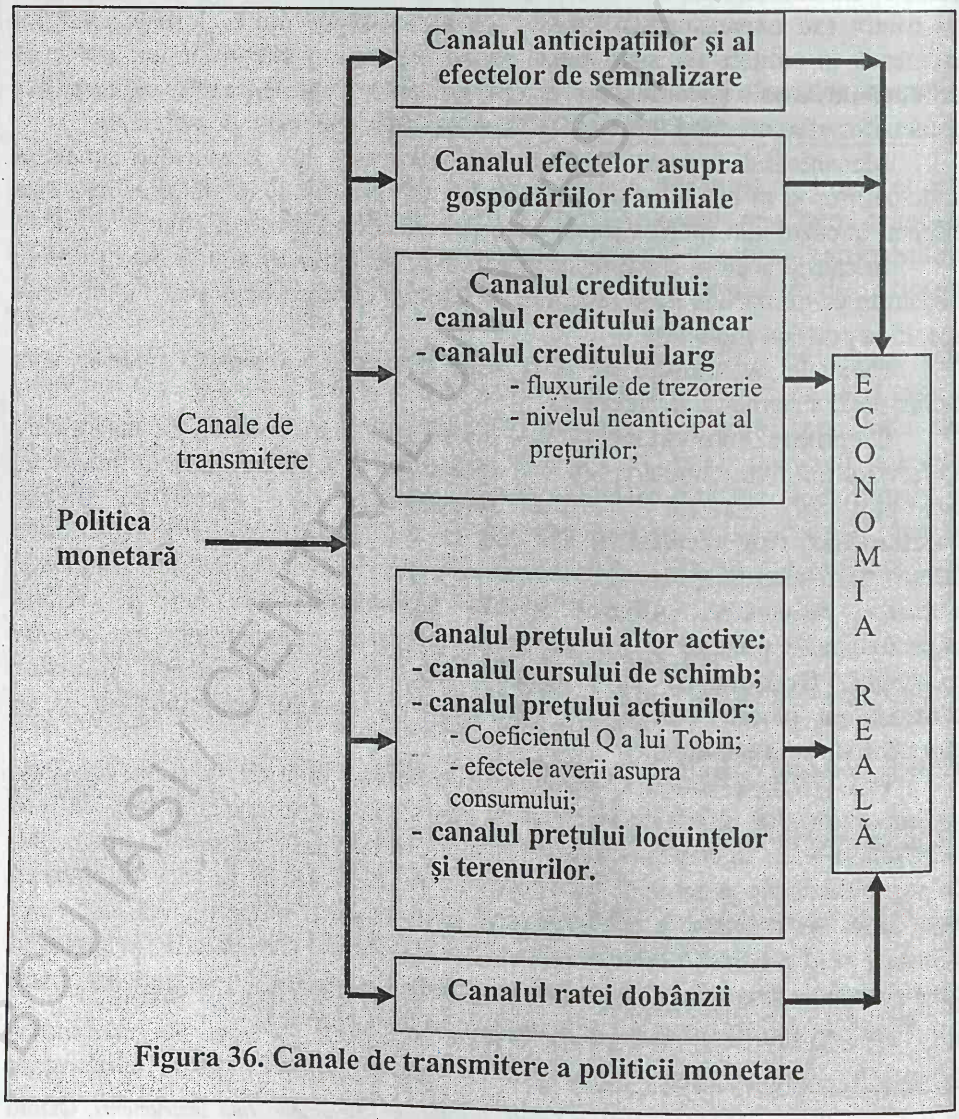


Figura 36. Canale de transmitere a politicii monetare

[120] Mecanismul de transmitere a politicii monetare a BNR este prezentat în capitolul VII.

4.2. Factori de influenţă asupra mecanismului de transmisie a impulsurilor monetare

Deciziile de politică monetară se transmit asupra economiei reale cu anumite decalaje de timp, care, de regulă, sunt lungi, variabile şi incerte deoarece economia are nevoie de timp pentru a se ajusta la modificarea variabilelor monetare. Amplitudinea şi durata apariţiei răspunsului economiei reale la măsurile de politică monetară se evaluează ţinând seama de cele **două componente ale mecanismului de transmisie monetară**, şi anume[121]: *transmiterea impulsurilor monetare asupra variabilelor financiare* (ratele dobânzilor bancare, cursul de schimb, preţul activelor financiare etc.) şi *conexiunea dintre variabilele financiare şi economia reală.*

Transmiterea impulsurilor monetare asupra economiei reale prezintă particularităţi de la o ţară la alta, în special datorită diversităţii sistemelor financiare. Prin urmare, funcţionalitatea diferitelor canale de transmitere a politicii monetare este influenţată semnificativ de caracteristicile sistemelor financiare, printre care[122]:

- *modalităţile de finanţare ale agenţilor nefinanciari*

În economiile în care agenţii nefinanciari recurg semnificativ la finanţarea externă, în special la finanţarea bancară, impactul deciziilor de politică monetară asupra cererii agregate este mai puternic. Comparativ, în ţările în care gradul de intermediere financiară este scăzut, iar agenţii nefinanciari se axează pe finanţarea internă, impactul măsurilor de politică monetară este mai redus. De asemenea, eficienţa măsurilor de politică monetară este mai mare în condiţiile în care ponderea creditelor bancare pe termen scurt şi a celor contractate la o rată a dobânzii variabilă este mai mare pentru că transmiterea politicii monetare se realizează cu decalaje de timp mai reduse.

- *gradul de îndatorare a agenţilor nefinanciari*

Sensibilitatea agenţilor nefinanciari la măsurile de politică monetară depinde şi de gradul lor de îndatorare, respectiv de ponderea datoriilor în total active. Astfel, agenţii nefinanciari cu un grad mai mare de îndatorare sunt mai sensibili la măsurile de politică monetară comparativ cu agenţii cu un grad de îndatorare mai scăzut.

- *nivelul de dezvoltare al pieţei monetare, gradul de concurenţă şi de concentrare din sistemul bancar* influenţează sensibilitatea ratelor bancare de dobândă la măsurile de politică monetară. De pildă, un grad ridicat de concentrare bancară poate să determine reacţii lente şi asimetrice ale ratelor dobânzilor la depozite şi credite.

---

[121] Antohi, Dorina, Udrea, Ioana, Braun, Horia – „Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România", *Caiete de Studii*, nr. 13, 2003, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6786

[122] a se vedea Pocan, Ioana, Mihaela – *op. cit.*, p.142 - 146.

- *situaţia financiară a sistemului bancar*

Băncile cu o poziţie financiară mai slabă reacţionează mai puternic la măsurile de politică monetară. Prin urmare, cu cât poziţia financiară a băncilor este mai solidă, cu atât scade probabilitatea ca acestea să reducă oferta de credite în contextul unor măsuri restrictive de politică monetară.

- *accesul la resurse de finanţare de pe piaţa externă*

În condiţiile în care băncile şi întreprinderile apelează la finanţări de pe pieţele externe, fiind astfel mai puţin dependente de atragerea de resurse de pe piaţa internă, eficienţa politicii monetare este mai scăzută.

- *nivelul de dezvoltare al pieţei de capital*

Gradul de dezvoltare a pieţei de capital se poate aprecia prin prisma ponderii în PIB a capitalizării bursiere şi a volumului tranzacţiilor şi reflectă posibilităţile de substituire a creditelor bancare cu alte surse de finanţare. Pieţele de capital dezvoltate ar trebui să contribuie la accelerarea procesului de transmitere a impulsurilor monetare, deoarece ele tind să fie mai flexibile la modificarea ratei dobânzii de politică monetară comparativ cu ratele de dobândă practicate de bănci. În acest context, o importanţă semnificativă o au investitorii instituţionali, care deţin în portofoliul titluri de stat cu scadenţe diferite, inclusiv bonuri de tezaur (acestea fac obiectul operaţiunilor de open-market) şi, totodată, depozite bancare. Prin urmare, deciziile de politică monetară se vor propaga la nivelul pieţelor de capital şi, totodată, în sistemul bancar, asigurându-se astfel transmiterea politicii monetare prin intermediul variaţiei ratei dobânzii de politică monetară în întreaga sferă a ratelor de dobândă.

Mecanismul de transmitere a deciziilor de politică monetară poate să fie influenţat şi de măsurile adoptate de autorităţile monetare în scopul controlului direct al volumului creditelor bancare (plafonarea sau încadrarea creditului) şi al orientării acestora (aşa-numita selectivitate a creditelor)[123]. Însă, în contextul liberalizării financiare şi al creşterii rolului pieţelor financiare în finanţarea agenţilor economici, în majoritatea ţărilor autorităţile monetare au renunţat la măsurile de intervenţie directă în favoarea celor indirecte (operaţiunile de open - market, facilităţile permanente oferite instituţiilor de credit, rezervele bancare minime obligatorii).

În ultimii ani, deschiderea economiilor naţionale, creşterea interdependenţelor dintre sistemele financiare, inovaţiile financiare, generalizarea printre agenţii economici a unei culturi economice care le permite să anticipeze impactul deciziilor de politică monetară au antrenat mutaţii semnificative în planul mecanismelor de politică monetară. Astfel, în condiţiile actuale, asistăm la **consolidarea rolului canalului ratei dobânzii** pe fondul dezvoltării semnificative a inovaţiilor financiare, care contribuie la creşterea deţinerilor de active şi, prin aceasta, la amplificarea efectelor de avere ale acestui canal. După anii 1990, crizele înregistrate pe pieţele bursiere şi imobiliare din numeroase ţări

[123] a se vedea capitolul V.

reflectă **rolul important al preţului acţiunilor şi bunurilor imobiliare** în cadrul mecanismelor de transmitere a politicii monetare deoarece valoarea acestora este sensibilă la fluctuaţiile ratelor de dobândă. Mai mult, practica arată că preţurile bunurilor imobiliare cresc semnificativ comparativ cu preţurile acţiunilor, în contextul relaxării excesive a condiţiilor de creditare dintr-o ţară.

În condiţiile în care pieţele financiare sunt deschise şi integrate, cursul de schimb reprezintă unul din mecanismele principale prin care măsurile de politică monetară influenţează economia reală.

Mutaţiile înregistrate de sistemele financiare naţionale, în contextul globalizării financiare, au determinat, totodată, creşterea complexităţii şi incertitudinii mecanismelor de politică monetară astfel că evaluarea impactului politicii monetare asupra economiei reale întâmpină dificultăţi. Complexitatea şi incertitudinea mecanismelor de politică monetară este explicată de marea majoritate a specialiştilor în domeniu prin durata mare de timp pentru ca măsurile de politică monetară să aibă impact asupra economiei reale şi prin relaţiile incerte dintre variabilele financiare şi cele reale. În acest context, autorităţile monetare din diferite ţări urmăresc ca deciziile de politică monetară să aibă un caracter prospectiv – respectiv banca centrală să prevadă problemele care pot să apară şi să acţioneze prin măsuri preventive –, să deţină un volum mare de informaţii cu privire la pieţe şi să transmită acestora semnale clare şi credibile cu privire la intenţiile şi obiectivele urmărite.

Efectele dezastruoase ale crizelor financiare manifestate în ultimii ani, au determinat intensificarea preocupărilor autorităţilor monetare pentru analiza riguroasă a relaţiei dintre preţurile acţiunilor, bunurilor imobiliare şi activitatea economică, precum şi pentru conturarea de modele monetare care să includă preţurile acestor active, în scopul orientării şi evaluării politicii monetare.

Întrebări

1. Definiţi mecanismul de transmisie a politicii monetare şi arătaţi segmentele (compartimentele) acestuia.
2. Caracterizaţi canalul ratei dobânzii.
3. Evidenţiaţi impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul canalului cursului de schimb.
4. Explicaţi impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul canalului preţului acţiunilor.
5. Caracterizaţi canalul creditului bancar.
6. Prezentaţi impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul canalului bilanţier.
7. Explicaţi principalii factori de influenţă asupra mecanismului de transmisie a impulsurilor monetare.

Bibliografie recomandată

1. Angeloni, Ignazio, Kashyap, Anil, Mojon, Benoît – *Monetary Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003;
2. Antohi, Dorina, Udrea, Ioana, Braun, Horia – „Mecanismul de transmitere a politicii monetare în România", *Caiete de studii*, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6786;
3. Bailly, Jean Luc ş.a. – *Économie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000;
4. Bernanke, Ben, Gertler, Mark – „Inside the Black Box. The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", 1995, http://www.econ.nyu.edu/cvstarr/working/1995/RR95-15.pdf;
5. Bofinger, Peter – *Monetary Policy*, University Press, Oxford, 2001;
6. Calza, Alessandro ş.a., – „Housing finance and monetary policy", *Working papers series*, nº 1069, July, 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1069.pdf;6.
7. Cecchetti, Stephan G. – „Legal Structure, Financial Structure, and The Monetary Policy Transmission Mechanism", *Working Papers* nº 7151, June, 1999, http://www.nber.org/papers/w7151.pdf?new_window=1;
8. Cozmâncă, Bogdan, Octavian – *Modele pentru fundamentarea politicilor monetare & valutare*, Editura Economică, Bucureşti, 2008;
9. Creel, Jérôme, Levasseur, Sandrine – „Canaux de transmission de la politique monétaire dans l'UE. Le cas de trois nouveaux entrants", *Revue économique*, Vol. 57, nº 4, 2006;
10. Driver, Rebecca, Sinclair, Peter, Thoenissen, Christoph – *Exchange Rates, Capital Flows and Policy*, Routledge International Studies in Money and Banking, 2005;
11. Landais, Bernard – *Leçons de politique monétaire*, Èditions De Boeck Université, Bruxelles, 2008;
12. Mishkin, Frederich S. – *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Boston, 2004;
13. Plihon, Dominique – *La monnaie et ses mècanismes*, Editions La Découverte & Syros, Paris, 2001;
14. Pocan, Ioana, Mihaela – *Politicile monetare şi piaţa de capital din România*, Editura Economică, Bucureşti, 2000;
15. Woodford, Michael – *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press, 2003.

BCU CLUJ / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 5
Instrumente de politică monetară

Cuprinsul capitolului

5.1. Instrumente de intervenţie indirectă
  5.1.1. Refinanţarea bancară
  5.1.2. Politica de open-market
  5.1.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii
5.2. Instrumente de intervenţie directă
  5.2.1. Încadrarea (plafonarea) creditului
  5.2.2. Politica selectivă a creditelor
5.3. Instrumente de intervenţie asupra cursului de schimb.

Obiective

1. Cunoaşterea structurii instrumentelor de politică monetară
2. Înţelegerea modului de intervenţie a autorităţii monetare asupra lichidităţii bancare
3.Cunoaşterea şi înţelegerea efectelor instrumentelor de politică monetară.

Cuvinte-cheie

Instrument de politică monetară, refinanţare bancară, mecanismul taxei de rescont, operaţiuni de open-market, rezerve minime obligatorii, plafonarea creditului, selectivitatea creditului, control valutar, deprecierea monedei naţionale, „Curba în J".

Introducere

Instrumentele de politică monetară reprezintă mijloace specifice prin intermediul cărora autoritatea monetară acţionează în scopul atingerii obiectivului său fundamental. Prin intermediul lor, se urmăreşte influenţarea masei monetare şi a ratei dobânzii.

După modul în care influenţează masa monetară şi rata dobânzii, instrumentele de politică monetară pot fi structurate în două mari grupe, şi anume:

- **instrumente de intervenţie indirectă**, care acţionează asupra ofertei de monedă prin intermediul lichidităţii bancare. Aceste instrumente reflectă intervenţii ale băncii centrale asupra lichidităţii bancare cu scopul de a influenţa

procesul de creaţie monetară, precum şi rata dobânzii pe termen scurt, în funcţie de obiectivele de politică monetară urmărite;

- **instrumente de intervenţie directă** (măsuri administrative), care permit controlul direct al ofertei de monedă prin aplicarea unor măsuri de constrângere impuse de autoritatea monetară, care limitează acordarea de credite de către bănci.

Instrumentele de intervenţie indirectă (numite şi instrumente principale) cuprind:

- ✓ *refinanţarea bancară*;
- ✓ *politica de open-market*;
- ✓ *politica rezervelor bancare minime obligatorii*.

Instrumentele de intervenţie directă sunt considerate instrumente secundare ale politicii monetare, iar în sfera lor se includ:

- ✓ încadrarea (sau plafonarea) creditelor;
- ✓ selectivitatea creditelor.

În ceea ce priveşte relaţiile unei ţări cu exteriorul, banca centrală urmăreşte asigurarea stabilităţii monedei naţionale în raport cu alte monede. În vederea atingerii acestui obiectiv, banca centrală dispune de **instrumente specifice de acţiune asupra cursului de schimb**, şi anume:

- *intervenţiile directe pe piaţa valutară*;
- *politica ratei dobânzii*;
- *controlul schimburilor valutare*.

Schematic, structura instrumentelor de politică monetară este prezentată în figura 37.

5.1. Instrumente de intervenţie indirectă

După cum am menţionat anterior, instrumentele de intervenţie indirectă acţionează asupra ofertei de monedă prin intermediul lichidităţii bancare.

Lichiditatea bancară exprimă capacitatea unei bănci de a efectua în orice moment plăţile solicitate de creditorii săi. Aceasta înseamnă pentru o bancă atât efectuarea de plăţi directe, în numerar, către clienţi, cât şi efectuarea de plăţi ordonate de titularii de conturi în favoarea celor care au conturi deschise la alte bănci. Pentru realizarea acestor operaţiuni, băncile trebuie să deţină o cantitate suficientă de monedă centrală, respectiv să aibă suficiente deţineri de numerar şi de disponibilităţi în conturile lor deschise la baca centrală.

BCU / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

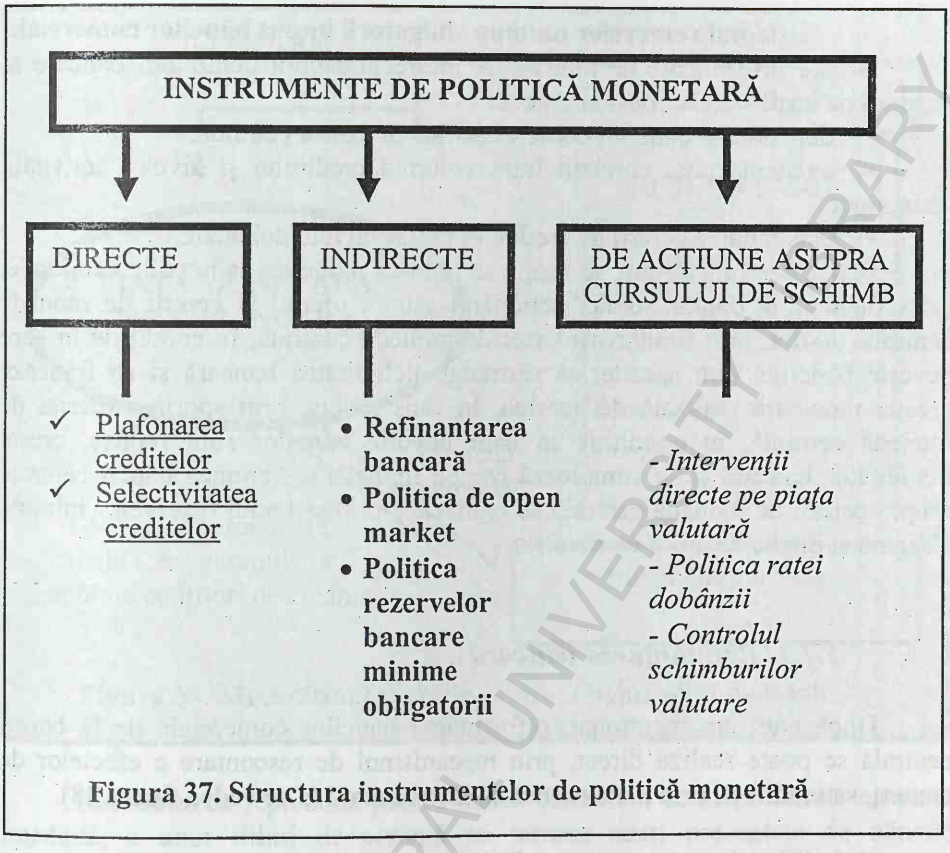


Figura 37. Structura instrumentelor de politică monetară

Băncile îşi pot procura moneda băncii centrale, în principal, prin următoarele modalităţi:

➢ *atragerea de depozite de la populaţie şi agenţii economici*, cu menţiunea ca acestea să provină din depuneri de numerar sau din vânzarea de valute;

➢ *vânzarea pe piaţă a titlurilor de creanţă pe care le deţin în portofoliu*;

➢ *împrumuturi contractate de la banca centrală.*

După cum se ştie, moneda băncii centrale reprezintă baza sistemului monetar, ea fiind necesară creaţiei monetare realizată de către bănci. Pentru reglarea cantităţii de monedă centrală pusă la dispoziţia băncilor sau a ratei dobânzii, autorităţile monetare pot să influenţeze lichiditatea bancară prin intermediul unor instrumente, şi anume:

- **refinanţarea băncilor comerciale**, fie direct prin reescont, fie indirect prin piaţa monetară interbancară;
- **intervenţiile pe piaţa monetară deschisă (politica de open-market);**

BUCHAREST ACADEMY OF ECONOMIC STUDIES UNIVERSITY LIBRARY

- **sistemul rezervelor minime obligatorii impus băncilor comerciale.**

Aceste instrumente de intervenţie indirectă asupra lichidităţii bancare se bazează pe următoarele considerente[124]:

✓ dependenţa băncilor comerciale faţă de banca centrală;

✓ existenţa unei corelaţii între volumul creditului şi nivelul activităţii economice;

✓ elasticitatea cererii de credite în raport cu rata dobânzii.

Banca centrală trebuie să adapteze politica monetară la nevoile economiei şi la fluctuaţiile conjuncturale, acţionând asupra ofertei şi cererii de monedă centrală. Astfel, prin limitarea ofertei de monedă centrală, în condiţiile în care nevoile băncilor sunt sporite, se restrânge lichiditatea bancară şi se frânează creaţia monetară realizată de acestea. În sens invers, prin sporirea ofertei de monedă centrală, în condiţiile în care nevoile băncilor sunt reduse, creşte lichiditatea bancară şi se stimulează creaţia monetară. Acţiunea băncii centrale asupra cererii de monedă centrală se realizează prin sistemul rezervelor minime obligatorii impus băncilor comerciale.

5.1.1. Refinanţarea bancară

După cum am menţionat, refinanţarea băncilor comerciale de la banca centrală se poate realiza direct, prin mecanismul de rescontare a efectelor de comerţ, sau indirect, prin piaţa monetară interbancară (a se vedea figura 38).

a) Politica de rescont (taxa oficială a scontului)

Politica de rescont se bazează pe o procedură de refinanţare directă a băncilor comerciale de la banca centrală, fără să se recurgă la piaţa monetară.

Până în anii '80, rescontul a reprezentat instrumentul privilegiat al băncilor centrale pentru reglarea lichidităţii bancare. În prezent, această politică este utilizată tot mai puţin, fiind abandonată progresiv în diferite ţări, în favoarea politicii de open-market.

Taxa de rescont (sau taxa oficială a scontului) reprezintă dobânda reţinută de banca centrală pentru creditele acordate băncilor comerciale în cadrul operaţiunilor de rescontare a efectelor de comerţ.

[124]Basno, Cezar, Dardac, Nicolae, Floricel, Constantin – *Monedă, credit, bănci*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1994, p. 324.

BCU IAŞI - FILIALA UNIVERSITARĂ

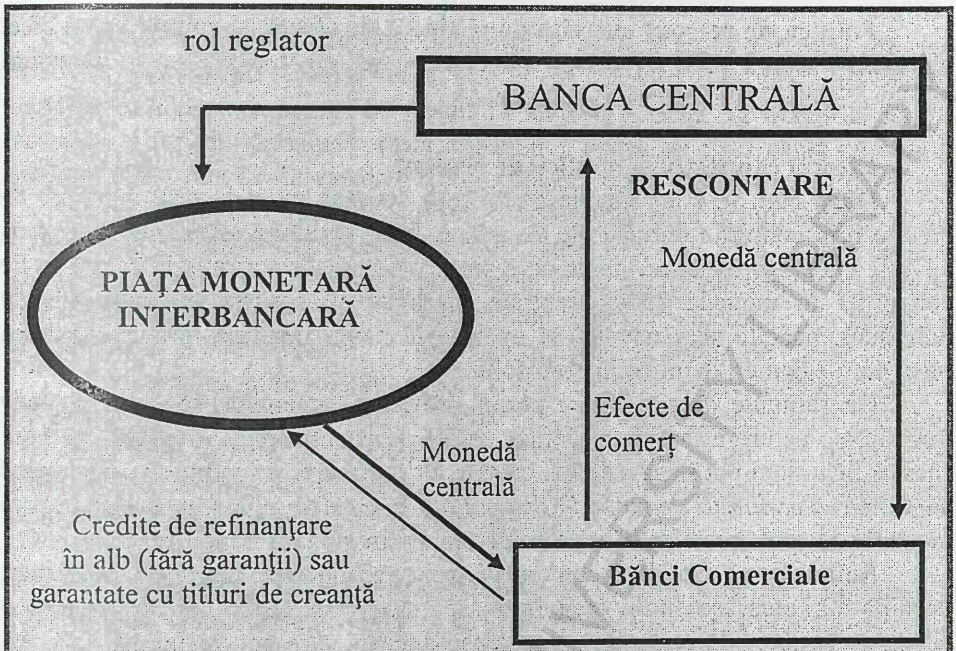


Figura 38. Mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale

Rescontarea reprezintă pentru banca centrală o achiziţie fermă, cu plată imediată, a unor titluri de creanţă pe termen scurt prezentate de băncile comerciale. Un regim similar rescontării îl au şi operaţiunile de pensiune, însă acestea presupun angajamentul de răscumpărare, la un anumit termen, a titlurilor de creanţă de către banca prezentatoare. Din punct de vedere al băncilor comerciale, rescontarea reprezintă o modalitate de procurare de monedă centrală la un preţ cunoscut (taxa de rescont sau taxa oficială a scontului).

Operaţiunile de rescontare se individualizează prin anumite trăsături, şi anume[125]:

✓ *se derulează la o rată a dobânzii fixă*, stabilită unilateral de către banca centrală, cunoscută în prealabil de băncile comerciale şi a cărei valabilitate este de durată, nivelul său fiind determinant în orientarea băncilor solicitante;

✓ *iniţiativa operaţiunilor aparţine băncilor comerciale* astfel că banca centrală are doar un rol pasiv, şi anume de a răspunde solicitărilor adresate de acestea;

✓ *furnizează lichidităţi băncilor comerciale*, în cazul în care acestea au nevoie.

[125] Basno, Cezar ş.a. – *op. cit.*, p. 236.

Politica de rescont exercită două tipuri de efecte, şi anume[126]: un **efect cantitativ** asupra mărimii masei monetare şi un **efect preţ** asupra structurii ratelor de dobândă existente în economie.

Efectul cantitativ al politicii de rescont

După cum se ştie, băncile comerciale creează monedă prin acordare de credite prin conturile curente ale clienţilor. Însă, structura sistemului bancar şi nevoile clienţilor băncilor impun ca o parte din moneda scripturală creată să fie convertită în moneda băncii centrale. În lipsa altor surse de procurare de lichidităţi, băncile sunt nevoite să apeleze la banca centrală, prin rescontarea efectelor de comerţ deţinute în portofoliu.

Operaţiunile de rescontare permit băncilor comerciale să-şi reconstituie lichiditătile pentru a face faţă plăţilor cerute de clienţii lor şi, totodată, pe baza acestor lichidităţi pot să acorde noi credite. Prin urmare, *rescontul nu antrenează modificarea cantităţii de monedă disponibilă în economie*, ci numai substituirea monedei de cont create de băncile comerciale prin moneda băncii centrale.

Refinanţarea băncilor comerciale prin rescontarea efectelor de comerţ exercită un efect cantitativ asupra masei monetare pentru că antrenează o emisiune de monedă centrală în favoarea băncilor, care pot, astfel, să facă faţă scurgerilor determinate de propria lor creaţie monetară.

Efectul – preţ al politicii de rescont

Banca centrală resconteză efectele de comerţ prezentate de băncile comerciale în schimbul plăţii unei dobânzi pe care o stabileşte unilateral, în funcţie de obiectivele urmărite. Această dobândă (numită taxă de rescont) este rata de refinanţare oficială şi are rolul de **rată directoare a creditului**, deoarece serveşte drept referinţă pentru stabilirea costului creditului. Prin urmare, rata de rescont influenţează direct celelalte rate ale dobânzilor aferente creditelor bancare, creditelor private şi creditelor publice.

Taxa de rescont influenţează, în special, **ratele de dobândă practicate la creditele pe termen scurt** întrucât stă la baza determinării ratelor de dobândă practicate de băncile comerciale pentru operaţiunile de scontare şi de creditare în cont. Băncile comerciale sunt nevoite să se refinanţeze de la banca centrală în condiţiile în care au nevoie de lichidităţi astfel că politica lor de creditare nu este independentă. Prin urmare, băncile comerciale calculează ratele de dobândă percepute plecând de la taxa de rescont la care adaugă diverse comisioane şi prime de risc. Variaţiile ratei de rescont antrenează sporirea sau diminuarea volumului creditelor bancare acordate economiei. Astfel, banca centrală are posibilitatea să modifice structura ratelor de dobândă pe termen scurt şi prin aceasta să influenţeze funcţionarea economiei naţionale.

---

[126] a se vedea Cerna, Silviu – *Sistemul monetar şi politica monetară*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1996, p. 94 - 105.

Taxa de rescont exercită influenţă şi asupra ratei dobânzii aferentă datoriei publice pe termen scurt. Astfel, în cazul în care trezoreria statului urmăreşte să plaseze bonuri de tezaur în sectorul bancar, va trebui să confere acestora o rată de randament (rata dobânzii + prima de risc) egală cu taxa de rescont. Dacă rata de randament a bonurilor de tezaur este mai mică decât taxa de rescont, băncile comerciale vor prefera să-şi utilizeze lichidităţile în scopul rambursării datoriilor către banca centrală, care sunt mai costisitoare, decât să subscrie la aceste bonuri. Invers, în cazul în care rata de randament a bonurilor de tezaur este mai mare decât taxa de rescont, băncile comerciale vor prefera să se îndatoreze la banca centrală şi, totodată, să cumpere bonuri de tezaur.

Prin urmare, între rata de rescont şi rata dobânzii aferentă datoriei publice pe termen scurt există o strânsă legătură. O marjă semnificativă între cele două rate determină fie apelul permanent la rescontare, ceea ce nu este de dorit din punct de vedere monetar, fie refuzul băncilor de a subscrie bonuri de tezaur, ceea ce nu este de dorit din punct de vedere financiar.

De asemenea, **taxa de rescont determină şi rata maximă a dobânzii la care băncile comerciale acceptă să se împrumute una de la alta**, în condiţiile în care au nevoie de lichidităţi. Rata dobânzii pe piaţa monetară interbancară nu poate fi mai mare decât taxa de rescont deoarece, prin achitarea acesteia, băncile sunt sigure că vor obţine lichidităţi de la banca centrală. Cu toate acestea, prin prisma practicii, se constată că, adesea, rata dobânzii pe piaţa interbancară este mai mare decât taxa de rescont întrucât băncile preferă să plătească o dobândă mai mare decât să apară cu datorii mari faţă de banca centrală. Însă, de regulă, taxa de rescont reprezintă limita maximă a ratei dobânzii pe piaţa monetară.

În concluzie, **taxa de rescont stabilită de banca centrală** în cadrul politicii monetare **serveşte drept referinţă în formarea ratelor de dobândă** practicate în cadrul unei economii.

Limitele politicii de rescont

Prin prisma efectul cantitativ şi a efectului preţ, politica taxei de rescont pare să aibă o eficienţă sporită. Însă, acest instrument de politică monetară prezintă anumite limite, printre care:

- mecanismul de rescontare *se manifestă numai în condiţiile în care băncile comerciale au nevoie de lichidităţi de la banca centrală*. Prin urmare, în cazul în care băncile comerciale nu au nevoie de refinanţare de la banca centrală, politica de rescont nu are aplicabilitate;
- altă limită o reprezintă *practicarea de către banca centrală a unei politici de rescont simple* (cu o taxă unică şi fără plafon), *care nu are influenţă asupra băncilor comerciale*, chiar şi în cazul în care acestea apelează la refinanţare de la banca centrală. Taxa de rescont nu poate fi stabilită la un nivel extrem de ridicat, care să descurajeze cererea excesivă de credite, întrucât banca centrală urmăreşte doar să creeze băncilor comerciale dificultăţi de lichiditate şi

nu să determine falimentarea lor. De asemenea, taxa de rescont se repercutează asupra costului creditelor bancare, astfel că profitul şi dorinţa băncilor de a acorda credite pot să nu fie afectate. Pe de altă parte, cererea de credite a agenţilor nebancari poate să fie inelastică în raport cu dobânda, respectiv, indiferent care ar fi costul creditului bancar, cererea de credite rămâne neschimbată. Prin urmare, utilizarea politicii de rescont în vederea diminuării sau majorării volumului creditelor bancare nu dă rezultate.

- *altă limită a politicii de rescont se manifestă în condiţii de inflaţie ridicată*, când decizia băncii centrale de a majora taxa de rescont nu împiedică refinanţarea băncilor comerciale, ci o face mai puţin necesară. Majorarea taxei oficiale a scontului şi, prin urmare, a ratelor dobânzilor din economie atrage capitaluri străine aflate în căutare de plasamente profitabile. Astfel, băncile comerciale îşi pot procura cu uşurinţă resurse financiare, independent de banca centrală.

În concluzie, practicarea unei politici de rescont caracterizată printr-o taxă de rescont unică şi prin accesul neplafonat la rescontare are doar un impact de natură psihologică. Modificarea taxei de rescont de către banca centrală semnalizează o anumită orientare a politicii monetare. Acest semnal modifică comportamentele bancare şi monetare.

Pentru a fi eficientă, politica de rescont nu trebuie practicată singură şi nici sub formă simplă (cu o taxă unică şi fără plafon).

Manevrarea taxei oficiale a scontului a fost instrumentul de politică monetară cel mai utilizat de către băncile centrale până în anii '80, după care rolul său s-a diminuat semnificativ în contextul dezvoltării altor instrumente ale pieţei monetare.

b) Piaţa monetară interbancară

Piaţa interbancară reprezintă compartimentul pieţei monetare care este accesibil numai instituţiilor de credit şi băncii centrale.

Instituţiile de credit intervin pe piaţa monetară interbancară pentru a-şi plasa lichidităţile excedentare sau pentru a-şi procura lichidităţile necesare echilibrării trezoreriei lor. Refinanţarea instituţiilor deficitare se poate realiza, fie de la cele excedentare, fie de la banca centrală.

În condiţii normale (lipsite de criză), *instituţiile de credit deficitare recurg la refinanţare de la banca centrală doar în ultimă instanţă*, respectiv în situaţia în care nu-şi pot procura resurse de finanţare, în condiţii avantajoase, de pe piaţa interbancară. Însă, pe ansamblu, sistemul bancar este dependent de moneda băncii centrale, în principal, pentru satisfacerea cererilor de numerar ale clienţilor, asigurarea compensării interbancare prin intermediul conturilor curente deschise la banca centrală şi respectarea obligaţiei impuse de banca centrală de a-şi consitui rezerve minime. Prin urmare, nevoia de lichiditate a instituţiilor de credit le determină să recurgă la refinanţare de la banca centrală. În acest context, banca centrală furnizează lichiditate instituţiilor de credit, în principal, prin operaţiuni de piaţă (open-market), în scopul echilibrării

condiţiilor de lichiditate de pe piaţa monetară interbancară. Aceste intervenţii ale băncii centrale îi permit să influenţeze ratele de dobândă pe termen scurt ale pieţei monetare, care, la rândul lor, influenţează ratele de dobândă practicate de instituţiile de credit în relaţiile cu clienţii nebancari.

Dependenţa sistemului bancar de moneda băncii centrale se manifestă şi în condiţii de criză, deoarece neîncrederea face ca instituţiile de credit cu lichidităţi excedentare să refuze să le plaseze, iar cele cu deficit de lichiditate să nu poată să-şi procure lichidităţi de pe piaţă, ceea ce le determină să recurgă la refinanţare de la banca centrală.

În concluzie, ratele de dobândă la creditele de refinanţare, în calitate de instrument de politică monetară, permit băncii centrale să influenţeze semnificativ cererea de credite şi, implicit, evoluţia activităţii economice, starea balanţei de plăţi externe, nivelul cursului de schimb şi, în final, evoluţia preţurilor.

5.1.2. Politica de open-market

Politica de open-market exprimă intervenţii ale băncii centrale pe piaţa monetară deschisă în scopul sporirii sau diminuării lichidităţilor entităţilor care operează pe această piaţă.

În mod tradiţional, operaţiunile de open-market (sau operaţiuni pe piaţa deschisă) constau în vânzări sau cumpărări de titluri ale împrumuturilor de stat de către banca centrală. Aceste operaţiuni sunt efectuate la iniţiativa băncii centrale în scopul de a spori sau diminua lichidităţile băncilor.

Operaţiunile de open-market determină modificarea cantităţii de monedă centrală disponibilă pe piaţă şi, prin aceasta, variaţia ratei dobânzii în sensul dorit de banca centrală.

Politica de open-market se individualizează prin anumite trăsături, care evidenţiază eficacitatea sa sporită comparativ cu politica de rescont, printre care:[127]:

- **iniţiativa în cadrul operaţiunilor aparţine băncii centrale** comparativ cu mecanismul de rescontare în cadrul căruia banca centrală are doar un rol pasiv, respectiv de a răspunde solicitărilor de lichidităţi ale băncilor comerciale.
- în timp ce politica de rescont se limitează doar la alimentarea cu lichidităţi a băncilor comerciale, având numai o acţiune intermitentă, **politica de open market vizează**, în plus, **şi absorbţia de lichidităţi** şi are o acţiune continuă. Prin urmare, **politica de open-market are un dublu sens**, respectiv prin vânzarea de efecte publice de către banca centrală se reduce lichiditatea băncilor comerciale, în timp ce prin cumpărarea de efecte publice se

[127] a se vedea Cerna, Silviu – *op. cit.*, p. 110 - 112.

înregistrează sporirea acesteia. Astfel, politica de open market este o **modalitate de control a lichidităţii băncilor comerciale**;

- comparativ cu politica de rescont, care este de natură reglementară, iar taxa de rescont este stabilită unilateral de banca centrală, fără să ţină seama de nevoile de lichidităţi ale băncilor comerciale, **politica de open market se aplică pe o piaţă specifică** (piaţa monetară) şi ţine seama de starea de lichiditate a acesteia. De pildă, în cazul în care banca centrală consideră că lichiditatea pieţei monetare este prea mare, va interveni prin vânzare de titluri şi invers, în situaţia în care apreciază că lichiditatea pieţei este prea mică, va interveni prin cumpărare de titluri.

Efectele politicii de open-market

Politica de open-market, similar politicii de rescont, exercită două tipuri de efecte: **un efect cantitativ** asupra mărimii masei monetare şi **un efect preţ** asupra ratelor dobânzilor din economie.

a) Efectul cantitativ se manifestă în momentul în care banca centrală cumpără sau vinde efecte publice. Astfel, în cazul în care banca centrală cumpără titluri, creşte cantitatea de monedă centrală, ceea ce echivalează cu o **„injecţie" de monedă.** Invers, prin vânzarea de titluri de către banca centrală se reduce cantitatea de monedă centrală, respectiv are loc o **„puncţie" de monedă.**

b) Efectul preţ al politicii de open-market, la fel ca şi efectul său cantitativ, se manifestă în momentul în care banca centrală cumpără sau vinde titluri de stat pe piaţa monetară. Prin operaţiunile de open-market se exercită influenţă atât asupra preţului titlurilor negociate pe piaţa monetară, cât şi asupra ratei dobânzii. Prin acţiunea asupra ratei dobânzii de pe piaţa monetară, banca centrală are posibilitatea să influenţeze condiţiile de refinanţare a băncilor comerciale. De exemplu, în cazul în care banca centrală urmăreşte scăderea ratei dobânzii, va stimula băncile comerciale să se refinanţeze de la ea, ceea ce va determina o injecţie de lichidităţi. Invers, când banca centrală urmăreşte majorarea rata dobânzii, se reduce cererea de refinanţare a băncilor comerciale.

Efectul preţ al politicii de open-market are drept consecinţe semnificative:

- modificarea costului creditelor bancare, la fel ca şi politica de rescont. Variaţiile ratei dobânzii de pe piaţa monetară, la care băncile comerciale pot obţine lichidităţi, au repercusiuni asupra mărimii dobânzilor percepute de bănci de la clienţii lor. Aceasta întrucât costul refinanţării băncilor comerciale de la banca centrală se repercutează asupra costului creditelor bancare. De asemenea, **fluctuaţiile ratei dobânzii de pe piaţa monetară influenţează mărimea dobânzii aferente datoriei publice** pentru că statul trebuie să asigure bonurilor de tezaur un randament comparabil cu cel al plasamentelor pe piaţa monetară. Dacă randamentul bonurilor de tezaur, care urmează să fie plasate de stat, este scăzut, băncile comerciale, care dispun de lichidităţi, vor prefera să cumpere

titluri de la banca centrală şi nu de la trezoreria statului, care, astfel, rămâne cu bonuri de tezaur neplasate;

- modificarea costului de oportunitate aferent plasamentelor bancare. Băncile comerciale pot opta între cumpărarea de titluri de stat de la banca centrală sau de la alţi participanţi pe piaţa monetară şi acordarea de credite agenţilor nebancari, în funcţie de ratele de dobândă aferente acestor operaţiuni. Astfel, dacă rata dobânzii de pe piaţa monetară este mai mare decât rata dobânzii practicată la acordarea de credite agenţilor nebancari, băncile comerciale vor opta pentru cumpărarea de titluri prin open-market şi, astfel, vor reduce oferta de credite. În situaţia inversă, când rata dobânzii de pe piaţa monetară este mai mică comparativ cu rata dobânzii aferentă creditelor bancare, băncile comerciale vor opta pentru sporirea ofertei de credite bancare. În acest caz, ele vor recurge la vânzarea de titluri prin open-market cu scopul de a obţine lichidităţile necesare angajării în operaţiunile de creditare a agenţilor nebancari.

În concluzie, efectul cantitativ şi efectul preţ al politicii de open-market[128] (prezentate în mod distinct pentru a uşura înţelegerea lor) se manifestă simultan şi permit controlul lichidităţii băncilor comerciale. De exemplu, prin vânzarea de titluri de către banca centrală are loc reducerea lichidităţilor de pe piaţa monetară şi creşterea ratei dobânzii pe această piaţă. Invers, prin cumpărarea de titluri de către banca centrală se înregistrează creşterea lichidităţilor de pe piaţa monetară şi scăderea ratei dobânzii aferentă acesteia (a se vedea caseta de mai jos).

Politica de open-market, similar politicii de rescont, se bazează pe procesul de refinanţare bancară, astfel că eficienţa sa poate să fie diminuată de inelasticitatea cererii de credite în raport cu rata dobânzii şi de afluxurile de capitaluri străine atrase de dobânzile mari de pe piaţa autohtonă. Cu toate acestea, politica de open market reprezintă cel mai important instrument al băncilor centrale.

În contextul dezvoltării pieţelor financiare şi al diversificării activelor negociabile pe acestea, operaţiunile de open-market privesc, pe lângă efectele publice, şi alte active financiare stabilite de băncile centrale (cum ar fi, de exemplu, certificatele de depozit emise de băncile centrale). Totodată, operaţiunile de open-market îmbracă diverse forme, prezentate la paragrafele referitoare la operaţiunile de open market ale Băncii Centrale Europene şi ale Băncii Naţionale a României.

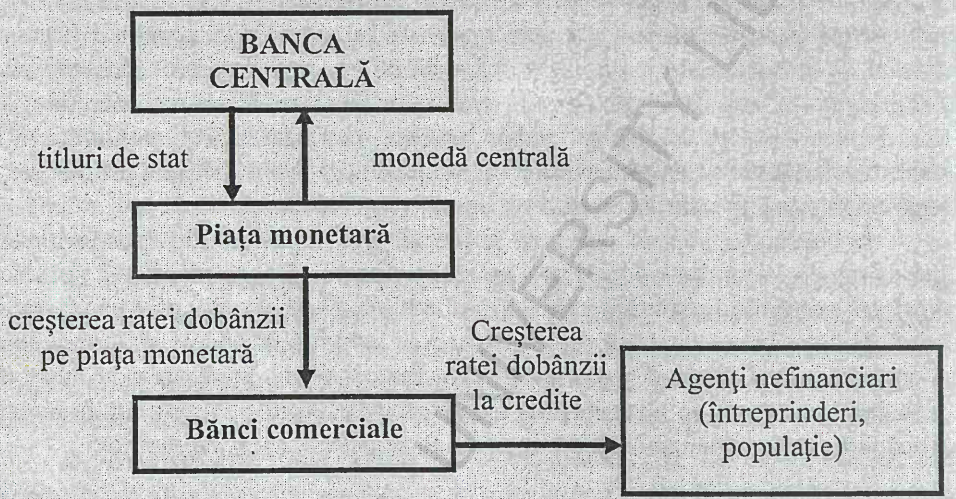
BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

[128] prezentate distinct pentru a facilita înţelegerea lor.

Exemplificarea intervenţiei băncii centrale asupra lichidităţii bancare prin operaţiuni de open-market

Schematic, efectele principale ale operaţiunilor de open-market se pot reprezenta astfel:

a) dacă banca centrală vinde titluri de stat pe piaţa monetară:



Pentru exemplificare, presupunem că bilanţul băncii centrale şi bilanţul centralizat al băncilor comerciale se prezintă astfel:

A Banca Centrală P	
Bonuri de tezaur 2000	Emisiune monetară 3000
Alte active 1000	
Total Activ 3000	Total Pasiv 3000

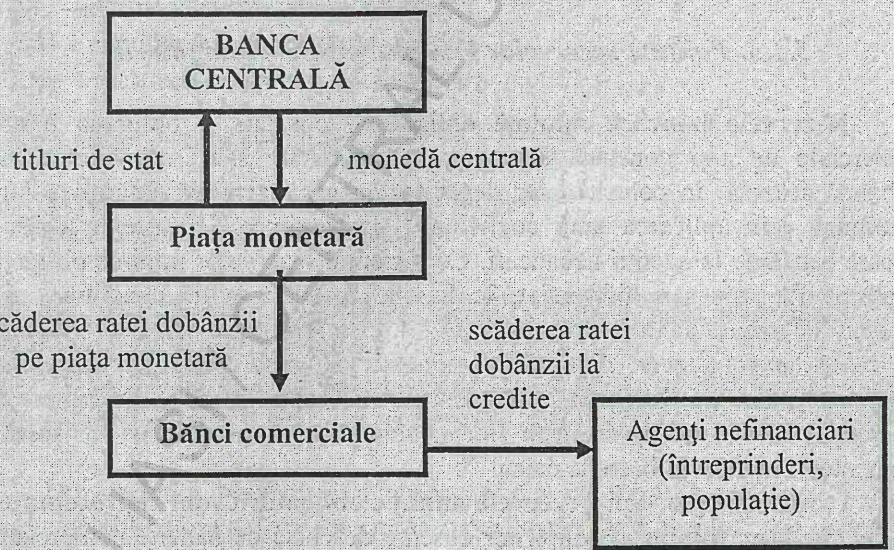
A Bănci Comerciale P	
Bonuri de tezaur 5000	Depozite atrase 15000
Credite acordate economiei 10000	
Total Activ 15000	Total Pasiv 15000

a) Banca centrală vinde bonuri de tezaur în valoare de 1000 unităţi monetare. Bilanţurile celor două tipuri de bănci se prezintă astfel (plecând de la situaţia anterioară):

A	Banca Centrală	P	A	Banci Comerciale	P
Bonuri de tezaur	1000	Emisiune monetară 2000	Bonuri de tezaur	6000	Depozite atrase 15000
Alte active	1000		Credite acordate economiei	9000	
Total Activ	2000	Total Pasiv 2000	Total Activ	15000	Total Pasiv 15000

Prin vânzarea de bonuri de tezaur de către banca centrală se reduce cantitatea de monedă centrală (sau lichiditatea bancară), care determină restrângerea posibilităţii băncilor de a acorda credite economiei. O asemenea intervenţie are nu numai un efect cantitativ (reducerea lichidităţii bancare), dar şi un efect preţ, în sensul că limitarea cantităţii de monedă centrală determină creşterea ratei dobânzii pe piaţa monetară, care implică restrângerea posibilităţii băncilor de a acorda credite economiei şi, prin aceasta, se reduce crearea de monedă scripturală de către acestea.

b) banca centrală cumpără titluri de stat pe piaţa monetară



Presupunem că, banca centrală cumpără bonuri de tezaur în valoare de 2000 unităţi monetare. Plecând de la bilanţurile reflectate la punctul a, situaţia se prezintă astfel:

A	Banca Centrală	P	A	Bănci Comerciale	P
Bonuri de tezaur	3000	Emisiune monetară 4000	Bonuri de tezaur	4000	Depozite atrase 15000
Alte active	1000		Credite acordate economiei	11000	
Total Activ	4000	Total Pasiv 4000	Total Activ	15000	Total Pasiv 15000

Prin cumpărarea de bonuri de tezaur de către banca centrală creşte cantitatea de monedă centrală (lichiditatea bancară), care antrenează creşterea posibilităţii băncilor de a acorda credite economiei.

Efectul preţ al acestui tip de open-market constă în scăderea ratei dobânzii.

În concluzie, prin politica de open-market, banca centrală are posibilitatea să acţioneze asupra ratei dobânzii de pe piaţa monetară şi să influenţeze volumul creditelor acordate de bănci.

Operaţiunile de open-market, prin variaţia cantităţii de monedă centrală disponibilă pe piaţa monetară, influenţează rata dobânzii pieţei în sensul dorit de autorităţile monetare.

5.1.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii

Rezervele bancare minime obligatorii constau în obligaţia băncilor comerciale de a-şi constitui depozite, neremunerate sau remunerate cu o dobândă scăzută, în conturile lor deschise la banca centrală. Mărimea lor se determină prin aplicarea unui coeficient[129] la mărimea depozitelor atrase de fiecare bancă de la agenţii nebancari. Coeficientul rezervelor minime obligatorii poate să fie unic sau diferenţiat, în funcţie de moneda de constituire şi de scadenţa elementelor incluse în baza de calcul a rezervelor minime obligatorii. De pildă, în zona euro, autorităţile monetare au optat pentru aplicarea unui coeficient unic. În România, coeficientul rezervelor minime obligatorii este diferenţiat în funcţie de moneda (lei şi valută) de constituire şi de scadenţa elementelor incluse în baza de calcul[130].

Prin prisma practicii, **rezervele minime obligatorii sunt reprezentate de soldul creditor minim** al conturilor curente deschise de băncile comerciale la banca centrală şi pe care acestea sunt obligate să-l menţină.

La origine, **sistemul rezervelor obligatorii a fost instituit în scop prudenţial**, respectiv de a asigura băncilor comerciale lichidităţi suficiente pentru a face faţă cererilor masive de retragere de numerar ale clienţilor lor.

---

[129] stabilit de banca centrală şi care se numeşte coeficientul rezervelor minime obligatorii.

[130] a se vedea paragraful 7.3.3.

Rezervele bancare minime obligatorii au fost instituite pentru prima dată în SUA, la începutul secolului XX. Utilizarea lor s-a generalizat odată cu marea criză economică, din anii 1929 – 1933. Dacă iniţial funcţia lor principală era aceea de asigurare, treptat aceasta îşi pierde din importanţă în favoarea funcţiei de reglare monetară. Prin urmare, **rezervele obligatorii au devenit un instrument de politică monetară, care permite reglarea lichidităţii bancare şi controlul creaţiei monetare a băncilor comerciale.**

Politica rezervelor minime obligatorii constituie un instrument important de intervenţie a autorităţilor monetare care, în funcţie de starea conjuncturală a economiei, poate să fie utilizat, fie pentru sporirea volumului creditelor acordate economiei (prin reducere coeficientului de rezerve obligatorii), contribuind astfel la stimularea dezvoltării activităţii economice, fie pentru reducerea creditelor acordate economiei (prin majorarea coeficientului de rezerve obligatorii) şi atenuarea ritmului de dezvoltare a activităţii economice.

Efectele politicii rezervelor bancare minime obligatorii

Efectul cantitativ al politicii rezervelor bancare minime obligatorii poate fi pus în evidenţă plecând de la formula multiplicatorului creditului[131]:

$$\Delta C = \Delta M = \Delta R_E \times \frac{1}{n + r - n \times r} = \Delta R_E \times K, \text{ unde:}$$

ΔC – mărimea creditelor noi acordate;

ΔM – cantitatea de monedă nou creată;

ΔR_E – mărimea rezervelor excedentare;

K – multiplicatorul creditului; $K = \frac{1}{n + r - n \times r}$

n – preferinţa clienţilor băncilor pentru numerar;

r – coeficientul rezervelor obligatorii.

Multiplicatorul creditului (K) exprimă numărul de unităţi de masă monetară nou creată pe baza unei unităţi de rezerve excedentare.

Multiplicatorul creditului reflectă nivelul maxim de monedă ce poate să fie creat de către băncile comerciale sau potenţialul de creditare al acestora.

Din formula prezentată anterior rezultă că modificarea coeficientului rezervelor obligatorii (r) va determina modificarea, atât a volumului rezervelor excedentare (rezerve deţinute de o bancă comercială la banca centrală peste nivelul celor obligatorii), cât şi a mărimii multiplicatorului creditului.

De pildă, **reducerea coeficientului rezervelor obligatorii** determină creşterea rezervelor excedentare ale băncilor pentru că o parte din cantitatea de

[131] a se vedea Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, Stoica, Ovidiu, Roman, Angela, Dornescu, Valeriu, Chirleşan, Dan – *Monedă şi credit*, Ediţia a III-a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2009, p. 281- 284.

monedă centrală deţinută anterior ca rezerve obligatorii este eliberată, fiind disponibilă pentru acordarea de credite.

În situaţia inversă, **creşterea coeficientului de rezerve obligatorii** antrenează scăderea rezervelor excedentare ale băncilor, întrucât o parte din acestea devin rezerve obligatorii, ceea ce are ca efect restrângerea posibilităţilor de acordare de credite de către bănci.

Modificarea coeficientului de rezerve obligatorii determină şi o modificare a mărimii multiplicatorului K astfel că efectele exercitate asupra rezervelor excedentare sunt multiplicate prin modificarea corespunzătoare a lui K (a se vedea exemplul din caseta de mai jos).

Exemplificarea efectului cantitativ al politicii rezervelor minime obligatorii

Presupunem următoarele informaţii:
- mărimea depozitelor atrase de băncile comerciale este de 1 milion u.m.;
- coeficientul rezervelor obligatorii (r) este de 0,20;
- mărimea creditelor acordate sectorului nebancar se ridică la nivelul de 700.000 u.m.;
- preferinţa clienţilor pentru numerar (n) este de 0,30.

Pe baza informaţiilor prezentate, bilanţul centralizat al băncilor comerciale se prezintă astfel:

A — Bilanţul centralizat al Băncilor Comerciale — P

Rezerve obligatorii (1.000.000 x 0,20)	200.000 u.m	Depozite	1000.000 u.m
Rezerve excedentare	100.000 u.m		
Credite acordate agenţilor nebancari	700.000 u.m		
Total Activ	1.000.000 u.m	Total Pasiv	1000.000

Multiplicatorul creditului, determinat pe baza formulei prezentate, are valoarea:

$$K = \frac{1}{0{,}20 + 0{,}30 - 0{,}20 \times 0{,}30} = 2{,}27$$

Prin urmare, potenţialul de creditare al băncilor comerciale, respectiv creaţia monetară potenţială (ΔM) este:

$$\Delta C = \Delta M = 100.000 \text{ x } 2{,}27 = 227.000 \text{ u.m.}$$

În condiţiile în care coeficientul rezervelor obligatorii se reduce la 0,15[132], iar celelalte informaţii rămân aceleaşi, bilanţul centralizat al băncilor comerciale se prezintă astfel:

A Bilanţul centralizat al Băncilor Comerciale P

Rezerve obligatorii 150.000 u.m (1.000.000 x 0,15)	Depozite 1000.000 u.m
Rezerve excedentare 150.000 u.m	
Credite acordate agenţilor nebancari 700.000 u.m	
Total Activ 1.000.000 u.m	Total Pasiv 1000.000

Prin reducerea coeficientului rezervelor obligatorii, valoarea multiplicatorului creşte la 2,47:

$$K = \frac{1}{0,15 + 0,30 - 0,15 \times 0,30} = 2,47$$

Potenţialul de creditare al băncilor comerciale (ΔC), respectiv creaţia monetară maxim posibilă (ΔM) se amplifică, ajungând la nivelul de 370.500 u.m.

$$\Delta C = \Delta M = 150.000 \text{ x } 2,47 = 370.500 \text{ u.m.}$$

Din exemplul prezentat rezultă că **modificarea coeficientului rezervelor obligatorii are o influenţă mult mai mare asupra rezervelor excedentare ale băncilor** (care au sporit de la 100.000 u.m. la 150.000 u.m.) **decât asupra multiplicatorului** (acesta a sporit de la 2,27 la doar 2,47).

Prin urmare, acest instrument de politică monetară exercită un puternic efect cantitativ asupra lichidităţii bancare şi, prin aceasta, influenţează politica de creditare a băncilor comerciale.

Efectul preţ al politicii rezervelor minime obligatorii

Politica rezervelor minime obligatorii exercită şi un efect preţ, asupra ratei dobânzii de pe piaţa monetară. De pildă, creşterea coeficientului rezervelor obligatorii reduce lichiditatea băncilor comerciale, care antrenează creşterea ratei dobânzii.

Efectul cost al politicii rezervelor minime obligatorii

Rezervele minime obligatorii fiind neremunerate sau remunerate cu o dobândă mai mică comparativ cu dobânda pieţei pot să determine băncile:

[132] analiza este simetric inversă, dacă coeficientul rezervelor obligatorii creşte.

✓ fie să recupereze această „cheltuială" prin creşterea costului creditelor pe care le acordă, care antrenează o reducere a cererilor de credite;

✓ fie să reducă ratele de dobândă aferente depozitelor atrase, ceea ce determină deponenţii să urmărească alte forme de plasare a economiilor.

Eficienţa politicii rezervelor bancare minime obligatorii

Prin impactul puternic asupra lichidităţii bancare, politica rezervelor obligatorii pare să aibă o eficienţă sporită. Însă, banca centrală nu poate să modifice ori de câte ori doreşte mărimea coeficientului rezervelor obligatorii deoarece impactul puternic şi brutal exercitat asupra lichidităţii băncilor ar ar determina grave dezechilibre în economie. De pildă, **reducerea semnificativă a coeficientului rezervelor obligatorii** poate să antreneze accelerarea creşterii masei monetare şi majorarea ratei inflaţiei. În situaţia inversă, **creşterea semnificativă a coeficientului rezervelor obligatorii ar putea să determine deflaţie monetară**, respectiv scăderea ritmului de creştere a masei monetare.

Prin urmare, politica rezervelor obligatorii poate să genereze instabilitate, astfel că modificările coeficientului rezervelor obligatorii trebuie să fie de mică amploare, anunţate din timp (pentru a nu crea surprize băncilor comerciale) şi însoţite de intervenţii în sens contrar ale băncii centrale pe piaţa monetară, în scopul atenuării impactului brutal al acestui instrument de politică monetară.

Spre deosebire de politica de rescont, care doar scumpeşte sau ieftineşte refinanţarea băncilor comerciale fără să afecteze direct lichiditatea acestora, **politica rezervelor obligatorii**, similar politicii de open-market, **exercită un efect cantitativ direct asupra lichidităţii bancare.**

Prin prisma efectului cantitativ exercitat asupra lichidităţii bancare, se preferă politica de open-market deoarece este de natură contractuală şi nu reglementară, aşa cum este politica rezervelor obligatorii. Mai mult, politica de open-market poate să fie utilizată pentru a corecta variaţiile pe termen foarte scurt ale lichidităţii bancare deoarece este implementată şi în acest scop, iar modificarea sa se poate face rapid. Comparativ, politica rezervelor obligatorii are la bază un coeficient, care, aşa cum am menţionat, nu poate fi modificat de banca centrală ori de câte ori doreşte. Din acest motiv, politica rezervelor obligatorii este considerată rigidă, nefiind adecvată pentru realizarea unor obiective pe termen scurt.

De asemenea, politica de open-market se caracterizează printr-o anumită flexibilitate în aplicare, care permite băncii centrale să ţină seama de situaţia lichidităţii fiecărei bănci. Comparativ, politica rezervelor obligatorii nu ţine seama de situaţia lichidităţii fiecărei bănci deoarece modificarea coeficientului influenţează lichiditatea tuturor băncilor.

Pentru eliminarea caracterului rigid al politicii rezervelor obligatorii, adesea, autorităţile monetare combină acest instrument cu intervenţii în cadrul operaţiunilor de open-market.

În concluzie, *instrumentele de intervenţie indirectă ale politicii monetare trebuie să fie practicate complementar*, în vederea asigurării stabilităţii monedei

– obiectiv principal al politicii monetare. Pentru a ilustra importanţa complementarităţii instrumentelor indirecte avem în vedere următoarele situaţii:

– în condiţiile în care banca centrală promovează o politică de scădere a ratelor de dobândă cu scopul de a corecta tendinţa de apreciere a monedei naţionale se poate înregistra o creştere excesivă a volumului creditelor, care poate fi evitată prin majorarea coeficientului rezervelor obligatorii;

– invers, dacă banca centrală promovează o politică de creştere a ratelor de dobândă cu scopul de a corecta tendinţa de depreciere a monedei naţionale se poate înregistra o restrângere semnificativă a activităţii de creditare, care poate să fie prevenită prin scăderea coeficientului rezervelor obligatorii.

Exemplificarea politicii rezervelor bancare minime obligatorii

Sistemul rezervelor minime obligatorii presupune obligaţia băncilor comerciale de a-şi constitui depozite la banca centrală într-un cuantum stabilit prin aplicarea ratei (sau coeficientului) rezervelor la volumul depozitelor atrase de bănci.

Schematic, efectele principale ale modificării ratei rezervei minime obligatorii se prezintă astfel:

Banca centrală decide diminuarea ratei rezervelor obligatorii	**Banca centrală decide majorarea ratei rezervelor obligatorii**
↓	↓
Creşte lichiditatea băncilor comerciale	**Scade lichiditatea băncilor comerciale**
↓	↓
Sporesc posibilităţile băncilor comerciale de a acorda credite economiei, respectiv creşte potenţialul de creaţie monetară.	**Scad posibilităţile băncilor comerciale de creditare a economiei, respectiv scade potenţialul de creaţie monetară.**

Pentru exemplificare, presupunem că bilanţul băncii centrale şi bilanţul centralizat al băncilor comerciale cuprind următoarele elemente:

- aur şi devize 500 unităţi monetare (u.m);
- bonuri de tezaur în portofoliu băncii centrale 2500 u.m;
- credite acordate de banca centrală 6000 u.m;
- depozite atrase de băncile comerciale 25000 u.m;
- bonuri de tezaur în portofoliul băncilor comerciale 4000 u.m;
- rata rezervelor minime obligatorii 15%.

1) Să se determine nivelul emisiunii de monedă centrală;

2) Să se arate volumul creditelor acordate economiei de către băncile comerciale;

3) Să se arate posibilităţile de sporire a creditelor acordate economiei de către băncile comerciale prin următoarele instrumente de intervenţie ale băncii centrale:

a) diminuarea ratei rezervelor obligatorii de la 15% la 13%;

b) cumpărarea de către banca centrală de bonuri de tezaur în valoare de 2000 u.m.

Rezolvare

Pentru a reflecta în bilanţurile celor două tipuri de bănci elementele pe care le cunoaştem, se determină mărimea rezervelor minime obligatorii, care apare sub formă de depozite ale băncilor comerciale la banca centrală: 25000 u.m × 15% = 3750 u.m

Prin urmare, bilanţurile se prezintă astfel:

A	Banca Centrală	P
Aur şi devize 500 Bonuri de tezaur 2500 Credite 6000	Depozite ale băncilor comerciale (rezervele obligatorii) 3750 **Emisiune monetară** 5250	
Total Activ 9000	Total Pasiv 9000	

A	Bilanţ centralizat Bănci Comerciale	P
Depozite la banca centrală (rezerve obligatorii) 3750 Bonuri de tezaur 4000 **Credite acordate economiei** 17250	Depozite atrase 25000	
Total Activ 25000	Total Pasiv 25000	

Astfel, **putem răspunde la punctul 1 şi 2 al problemei:**

- emisiunea de monedă realizată de banca centrală se ridică la nivelul de 5250 u.m;
- volumul creditelor acordate economiei de către băncile comerciale este de 17250 u.m.

3) Banca centrală decide stimularea creditării economiei prin instrumente specifice de intervenţie, şi anume:

a) **diminuarea ratei rezervelor obligatorii** de la 15% la 13%: 25000 × 13% = 3250 u.m.

Astfel, vom avea:

- în pasivul bilanţului băncii centrale, depozite ale băncilor comerciale (rezervele obligatorii) 3250 u.m;

- în activul bilanţului băncilor comerciale, depozite la banca centrală (rezerve obligatorii) 3250 u.m.

A Banca Centrală P		A Bănci Comerciale P	
Aur şi devize 500 Bonuri de tezaur 2500 Credite 6000 Total Activ 9000	Depozite ale băncilor comerciale (rezervele obligatorii) 3250 **Emisiune monetară** 5750 Total Pasiv 9000	Depozite la banca centrală (rezerve obligatorii) 3250 Bonuri de tezaur 4000 **Credite acordate economiei** 17750 Total Activ 17750	Depozite atrase 25000 Total Pasiv 25000

Prin diminuarea rezervelor obligatorii, volumul creditelor acordate economiei de către băncile comerciale s-a majorat cu 500 u.m, şi, pe de altă parte, cantitatea de monedă emisă de banca centrală s-a majorat cu 500 u.m.

b) cumpărarea de bonuri de tezaur în valoare de 2000 u.m. de către banca centrală, în cadrul operaţiunilor de open-market, semnifică:

- în activul bilanţului băncii centrale, portofoliul de bonuri de tezaur creşte cu 2000 u.m.;
- în activul bilanţului băncilor comerciale, portofoliul de bonuri de tezaur se diminuează cu 2000 u.m.

A Banca Centrală P		A Bănci Comerciale P	
Aur şi devize 500 Bonuri de tezaur 4500 Credite 6000 Total Activ 11000	Depozite ale băncilor comerciale (rezervele obligatorii) 3250 **Emisiune monetară** 7750 Total Pasiv 11000	Depozite la banca centrală (rezerve obligatorii) 3250 Bonuri de tezaur 2000 **Credite acordate economiei** 19750 **Total Activ 25000**	Depozite atrase 25000 **Total Pasiv 25000**

Cumpărarea de bonuri de tezaur de către banca centrală determină creşterea posibilităţilor băncilor de a credita economia (cu 2000 u.m.) şi sporirea emisiunii de monedă a băncii centrale.

5.2. Instrumente de intervenţie directă

Pentru atingerea obiectivelor politicii monetare, autorităţile monetare dispun, pe lângă instrumentele de intervenţie indirectă amintite, şi de mijloace directe de acţiune, care vizează controlul direct al volumului creditelor bancare şi al orientării (direcţionării) acestora.

Printre instrumentele principale de intervenţie directă a autorităţilor monetare amintim: încadrarea creditului şi selectivitatea acestuia.

5.2.1. Încadrarea (plafonarea) creditului

Intervenţia directă a autorităţilor monetare, prin reglementări bancare, îşi are originea în consecinţele crizei economice din anii 1929 – 1933, care în plan bancar au fost reprezentate de falimentul unui număr însemnat de bănci.

Printre măsurile legiferate de către autorităţile monetare, care au stabilit anumite comportamente pentru bănci, se înscrie şi încadrarea (plafonarea) creditului.

Încadrarea creditului reprezintă o modalitate de control şi de limitare, pe cale reglementativă, a volumului creditelor acordate de bănci.

Acest instrument de intervenţie este utilizat în perioadele cu inflaţie ridicată când, nefiind posibilă majorarea ratei dobânzii la un nivel prea mare, autorităţile monetare recurg, printre altele, la limitarea volumului creditelor bancare în scopul de a se limita creşterea masei monetare.

Prin prisma practicii, încadrarea creditului a fost utilizată şi de ţările dezvoltate, în special, în perioada 1970-1980, când inflaţia a atins niveluri ridicate. În această perioadă, practicarea acestui instrument monetar s-a justificat din două motive[133]:

- **ponderea ridicată a creditelor bancare în finanţarea economiei.** În acest context, pentru a se asigura controlul masei monetare era suficient controlul creditelor bancare (aşa cum se ştie, prin acordare de credite, băncile creează monedă);
- **trecerea la cursurile flotante şi liberalizarea mişcărilor de capitaluri**, care au făcut ca instrumentul ratei dobânzii să fie lipsit de eficienţă.

În mod concret, **încadrarea creditului presupune stabilitatea de către autoritatea monetară a ritmului de creştere a volumului creditelor acordate de bănci, în raport cu anul precedent, luat ca an de bază.** Ritmul de creştere a volumului creditelor bancare se stabileşte în funcţie de ritmul dorit de creştere a masei monetare.

În cazul în care o bancă depăşeşte norma fixată de către banca centrală, este sancţionată prin obligaţia de a-şi constitui rezerve suplimentare la un nivel ridicat şi care nu sunt remunerate.

---

[133] Bailly, Jean-Luc, ş.a. – *Economie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000, p. 231.

Acest instrument de politică monetară are o eficienţă ridicată deoarece, în condiţiile apariţiei unor dezechilibre grave în economie, contribuie la reducerea ritmului de creştere a masei monetare, fără să antreneze variaţii însemnate ale ratei dobânzii.

Însă, **încadrarea creditului prezintă şi anumite dezavantaje**, printre care[134]:

- ✓ **reduce concurenţa bancară** pentru că împiedică băncile să-şi sporească cota de piaţă. Astfel, se frânează dezvoltarea sistemului bancar şi, prin aceasta, dezvoltarea economiei;
- ✓ **ritmul de creştere a volumului creditelor bancare este o mărime artificială**, care nu ţine seama de necesităţile economiei şi de potenţialul de creditare al băncilor;
- ✓ prin fixarea unor plafoane de creditare diferenţiate pe sectoare de activitate, **încadrarea creditului împiedică băncile să susţină întreprinderile rentabile**, în scopul de a le susţine pe cele aflate în dificultate;
- ✓ **determină un comportament conservator al băncilor**, care privilegiază clienţii tradiţionali în defavoarea clienţilor noi.

Mutaţiile înregistrate de sistemele financiare ale ţărilor dezvoltate, începând cu anii '80, au determinat abandonarea acestui instrument de politică monetară. Ca urmare a reformelor întreprinse de factorii de decizie, evidenţiate pornind de la **regula celor „3D" (dezintermediere, decompartimentare şi dereglementare)**, s-a înregistrat dezvoltarea explozivă a pieţelor de capital, intensificarea concurenţei, creşterea rolului pieţelor financiare în finanţarea agenţilor economici. Pe acest fundal, comportamentul agenţilor nefinanciari, în materie de plasamente şi de finanţări, a cunoscut modificări esenţiale. De pildă, întreprinderile s-au orientat spre procurarea de resurse financiare prin emisiuni de titluri pe pieţele financiare şi, astfel, au ocolit sistemul de încadrare a creditului, care s-a dovedit ineficient pentru a controla evoluţia masei monetare.

5.2.2. Politica selectivă a creditelor

În scopul atenuării caracterului rigid al încadrării creditului, autorităţile monetare din diverse ţări au pus în aplicare o politică selectivă a creditului.

Selectivitatea creditului presupune orientarea creditelor spre anumite sectoare sau domenii de activitate pe care statul urmăreşte să le dezvolte cu prioritate.

Spre deosebire de încadrarea creditului, care vizează controlul volumului acestuia, selectivitatea creditului urmăreşte controlul orientării creditelor bancare în direcţia dorită de către stat.

Politica selectivă a creditului a fost promovată predominant la începutul anilor '80, în cadrul măsurilor de acţiune împotriva inflaţiei adoptate într-o serie de ţări dezvoltate.

---

[134] Cerna, Silviu – *op. cit.*, p. 123 – 124.

Acest instrument de politică monetară mai este utilizat şi în prezent de către autorităţile monetare din unele ţări dezvoltate, precum şi de cele din ţările în curs de dezvoltare, printre care şi România.

După cum se ştie, băncile comerciale acordă credite pe principiul rentabilităţii şi al riscului astfel că agenţii economici cu activitate profitabilă şi care sunt solvabili vor beneficia de credite. Însă nu întotdeauna criteriile de selecţie practicate de bănci coincid cu priorităţile statului. Acesta a încercat să influenţeze comportamentul băncilor existente sau să înfiinţeze instituţii de credit în vederea realizării obiectivelor urmărite.

Pentru a încuraja băncile şi alte instituţii financiare să acorde credite sectoarelor de activitate considerate prioritare, **statul poate să utilizeze diferite metode**, printre care: *acordarea de avantaje fiscale*, *subvenţionarea dobânzilor*, *acordarea de facilităţi de refinanţare*, *garantarea creditelor de către anumite instituţii de stat* etc.

În majoritatea ţărilor, selectivitatea creditelor a fost practicată în scopul stimulării exportului, dezvoltării agriculturii, creării de noi locuri de muncă, susţinerii construcţiilor de locuinţe.

În prezent, selectivitatea creditului are la bază subvenţionarea dobânzilor, respectiv suportarea de către stat, direct sau indirect, a unei părţi din costul creditului[135].

În cazul **subvenţionării directe a dobânzii**, aceasta reprezintă o cheltuială pentru bugetul de stat deoarece diferenţa dintre dobânda pieţei şi dobânda la care se acordă creditele privilegiate este suportată din bugetul de stat.

Subvenţionarea indirectă se manifestă în cazul refinanţării cu dobândă privilegiată la banca centrală, ceea ce diminuează profitul său, iar impozitul pe profit plătit de aceasta va fi mai mic. Prin urmare, încasările la bugetul de stat se reduc.

Politica selectivă a creditelor permite dezvoltarea unor sectoare considerate prioritare pentru dezvoltarea economiei naţionale şi contribuie la finanţarea unor întreprinderi aflate în dificultăţi financiare.

Totuşi, **selectivitatea creditului prezintă o serie de dezavantaje**, printre care[136]:

- ✓ *poate să antreneze sporirea cererii de bunuri, servicii şi, prin urmare, creşterea preţurilor* datorită accesului facil la credite al anumitor sectoare de activitate;
- ✓ *antrenează risipă în economie* pentru că favorizează recurgerea excesivă la credite a celor care sunt privilegiaţi;
- ✓ *determină creşterea cheltuielilor bugetului de stat*, în condiţiile în care majoritatea statelor caută soluţii de reducere a deficitelor bugetare;
- ✓ *obligă băncile să acorde credite fără să ţină cont de situaţia financiară a debitorului*;

---

[135] Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj – Napoca, 2002, p. 152.
[136] Cerna, Siviu – *op. cit.*, p. 123 – 124.

✓ *antrenează reducerea eficienţei activităţii bancare.* Selectivitatea creditelor determină băncile să acorde credite, fără să ţină seama de risc, fie datorită presiunii exercitate asupra lor, fie din cauza asumării riscului de către stat, ceea ce antrenează reducerea eficienţei bancare;

✓ *denaturează concurenţa dintre întreprinderi, instituţii financiare* şi face ca rata dobânzii la credite să fie un preţ administrat.

Cu toate aceste inconveniente, politica selectivă a creditului nu este abandonată, însă asistăm la o diminuare a utilizării ei.

În concluzie, încadrarea (plafonarea) şi selectivitatea creditului sunt instrumente prin care autorităţile monetare restrâng capacitatea băncilor comerciale cu privire la aprecierea volumului şi a orientării operaţiunilor bancare. În condiţiile utilizării cu prioritate a acestor mijloace, sistemul bancar devine un instrument al politicii intervenţioniste a statului.

Mutaţiile înregistrate de sistemele financiare naţionale, precum şi de sistemul financiar internaţional impun utilizarea cu precădere a instrumentelor indirecte de politică monetară, în special a politicii de open-market şi a politicii rezervelor obligatorii.

5.3. Instrumente de intervenţie asupra cursului de schimb

În contextul dezvoltării şi amplificării schimburilor internaţionale, economiile ţărilor au devenit interdependente deoarece circulaţia liberă a mărfurilor, serviciilor, persoanelor şi capitalurilor financiare are o mare influenţă asupra activităţii din interiorul unei ţări. Aceste mişcări de capitaluri generează fluxuri monetare, fie pentru a efectua plăţi, fie pentru a încasa câştiguri din plasamentele efectuate într-o altă ţară. Toate operaţiunile efectuate de o ţară cu străinătatea implică folosirea cursului de schimb, care influenţează direct balanţa de plăţi externe şi, în consecinţă, activităţiile din interiorul unei ţări.

Cu privire la cursul de schimb, autorităţile monetare urmăresc asigurarea stabilităţii acestuia sau, cel puţin, să controleze evoluţia sa. Pentru atingerea acestui obiectiv, autorităţile monetare dispun de anumite instrumente, şi anume:

a) intervenţiile directe pe piaţa valutară;
b) politica ratei dobânzii;
c) controlul schimburilor valutare.

a) intervenţii directe ale băncii centrale pe piaţa valutară

Cursul de schimb poate să fie corectat de către banca centrală prin operaţiuni de vânzări sau cumpărări de valută. Astfel, în cazul în care banca centrală urmăreşte să contracareze sau să tempereze tendinţa de depreciere a monedei naţionale, poate să intervină prin operaţiuni de vânzare de valută în schimbul monedei naţionale. Pentru realizarea acestor operaţiuni, banca centrală utilizează rezervele sale valutare sau pe cele împrumutate, iar în contrapartidă retrage moneda proprie. Însă acţiunea băncii centrale este limitată de volumul rezervelor valutare şi de capacitatea sa de îndatorare.

Dacă, dimpotrivă, banca centrală urmăreşte să contracareze sau să tempereze tendinţa de apreciere a monedei naţionale, va trebui să cumpere valută de pe piaţa valutară şi să creeze, în contrapartidă, monedă proprie (moneda băncii centrale). Teoretic, banca centrală nu are nicio limită în a crea monedă, însă, practic, trebuie să ţină cont de riscul valutar la care se expune prin cumpărarea de valută (aceasta se poate deprecia) şi de creşterea masei monetare interne determinată de această intervenţie[137].

Intervenţiilor directe ale băncii centrale au efectul scontat în condiţiile în care beneficiază de credibilitate.

b) politica ratei dobânzii

Autorităţile monetare pot să influenţeze cursul de schimb şi prin intervenţii indirecte pe piaţa valutară, prin manevrarea ratei dobânzii.

Cu excepţia perioadelor de speculaţie monetară, diferenţele de rată ale dobânzii de pe diferite pieţe financiare influenţează semnificativ mişcările de capitaluri, care, la rândul lor, au impact asupra cursului de schimb. Deţinătorii de capitaluri urmăresc să le plaseze pe piaţa financiară care asigură cea mai bună remunerare posibilă.

Fluctuaţiile ratei dobânzii antrenează intrări sau ieşiri de capitaluri, care au repercusiuni asupra cursului de schimb. Astfel, pentru a contracara sau atenua tendinţa de depreciere a monedei naţionale, banca centrală poate să intervină printr-o politică a dobânzilor mai mari comparativ cu cele de pe pieţele concurente. Prin creşterea ratei dobânzii, plasamentele în ţară apar mai rentabile pentru deţinătorii străini de capitaluri, care vor cere moneda naţională şi, prin urmare, valoarea acesteia va creşte (a se vedea figura 39).

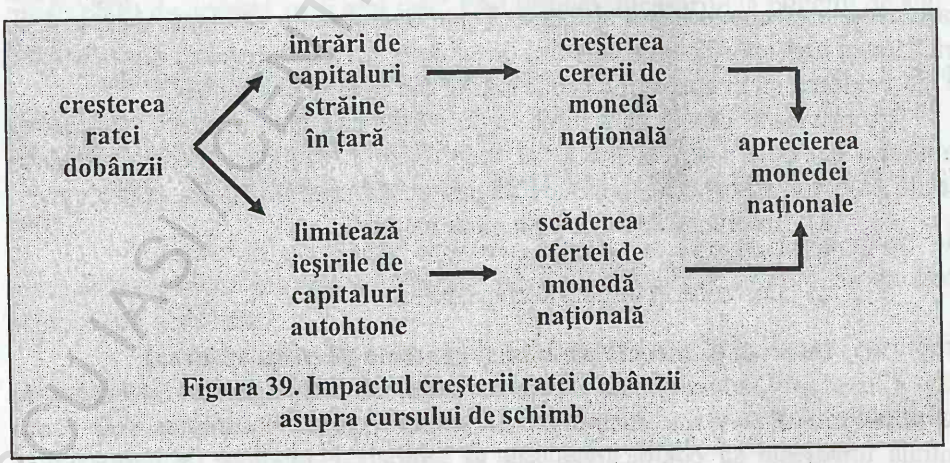


Figura 39. Impactul creşterii ratei dobânzii asupra cursului de schimb

[137] David, Jacques-Henri, Jaffrè, Philippe – *La monnaie et la politique monétaire*, Editions Economica, Paris, 1990, p. 126.

În situaţia inversă, dacă banca centrală urmăreşte să contracareze sau să atenueze tendinţa de apreciere a monedei naţionale poate să intervină printr-o politică a dobânzilor mai mici faţă de cele de pe alte pieţe. O remunerare mai slabă a plasamentelor descurajează intrarea de capitaluri în ţară sau chiar încurajează ieşirea acestora din ţară şi, astfel, se poate înregistra scăderea valorii monedei naţionale (a se vedea figura 40).

Însă, în perioadele de speculaţie intensă, când operatorii pe piaţa valutară anticipează o ajustare a cursului de schimb, manevrarea ratei dobânzii rămâne fără efect. Aceasta pentru că un ecart important între ratele de dobândă de pe două pieţe nu este suficient pentru a compensa speranţa la un câştig sau teama unei pierderi de capital.

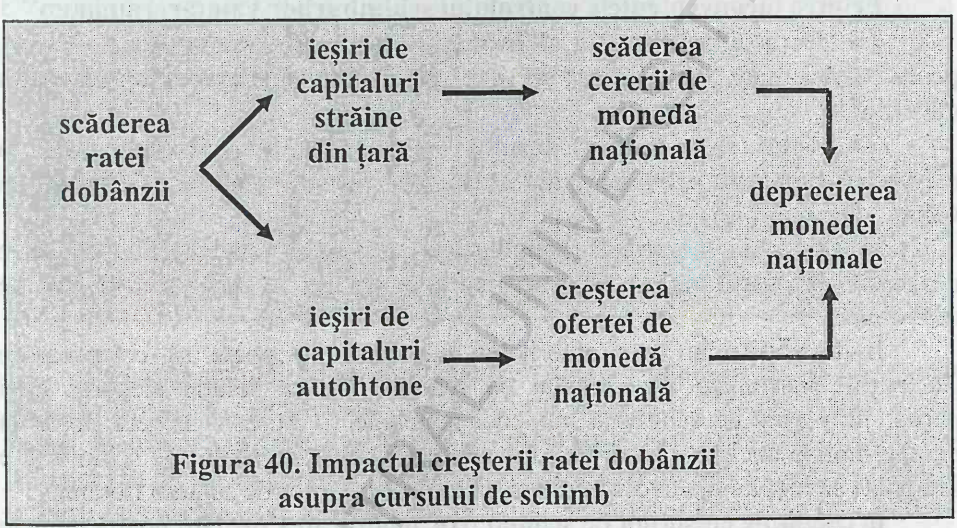


Figura 40. Impactul creşterii ratei dobânzii asupra cursului de schimb

c) Controlul schimburilor valutare (sau reglementarea schimburilor)

În situaţia în care piaţa valutară nu se echilibrează spontan sau prin intervenţii ale băncii centrale, aceasta are tentaţia de a institui **controlul operaţiunilor de schimb valutar** (controlul schimburilor sau controlul valutar).

Controlul schimburilor valutare constă într-un ansamblu de măsuri adoptate de autoritatea monetară cu privire la plăţile dintre rezidenţi şi nerezidenţi, în scopul de a limita cantitatea de monedă naţională care poate să fie preschimbată în valută. Acest control poate să meargă până la situaţia extremă când se supune autorizării orice cumpărare sau vânzare de valută şi, astfel, se limitează convertibilitatea monedei naţionale.

Autorităţile monetare pot să recurgă la controlul schimburilor valutare în scopul:

- ✓ limitării ieşirilor excesive de capitaluri, care ar antrena deprecierea semnificativă a monedei naţionale;
- ✓ limitării intrărilor de capitaluri speculative, care ar putea determina aprecierea monedei naţionale cu impact negativ asupra exporturilor;

✓ susţinerii politicii de control a creditului, când rezidenţii, se sustrag de la o politică monetară restrictivă prin recurgerea semnificativă la credite contractate de la băncile străine. În acest caz, controlul schimburilor susţine politica de control a creditului.

În general, prin controlul schimburilor valutare, autorităţile monetare pot să limiteze scoaterea de valută din ţară de către turişti (poate să fie fixată o sumă maximă), timpul în care persoanele pot să deţină valută, cumpărarea de valori mobiliare în străinătate, creditele acordate nerezidenţilor de către băncile naţionale.

Însă, o asemenea politică este dificil de pus în aplicare, iar eficienţa sa este discutabilă deoarece sunt destule mijloace de sustragere de la reglementări.

Printre inconvenientele controlului schimburilor valutare, amintim[138]:

- **costul administrativ al formalităţilor** pentru administraţie (vamă), pentru bănci, care apare atunci când exercită controlul asupra operaţiunilor clienţilor lor;
- **costul economic**, în cazul în care rezidenţii sunt împiedicaţi să efectueze operaţiuni economice utile, dar care sunt considerate costisitoare în valută.

În concluzie, controlul schimburilor valutare a fost eliminat în ţările dezvoltate în cursul anilor '80, însă mai este prezent în unele ţări în curs de dezvoltare.

În condiţiile în care autoritatea monetară nu poate să contracareze fluctuaţiile însemnate ale cursului de schimb, are ca soluţie alegerea altei parităţi/altui curs de schimb a monedei naţionale[139]. Această alegere poate să rezulte dintr-o decizie a autorităţii monetare, în cazul cursurilor de schimb fixe sau poate să rezulte din evoluţia pieţei, în cazul cursurilor de schimb flotante.

În condiţiile cursurilor de schimb fixe, modificarea parităţii poartă numele de revalorizare (creşterea parităţii monedei naţionale) sau de devalorizare (scăderea parităţii).

În cazul cursurilor de schimb flotante, moneda poate să se deprecieze sau să se aprecieze.

O ţară devalorizează/depreciază moneda naţională cu scopul de a ameliora competitivitatea prin preţ a produselor realizate de întreprinderile sale astfel încât exporturile să crească, importurile să se reducă şi, prin urmare, balanţa comercială să se reechilibreze (a se vedea figura 41).

---

[138] David, Jacques-Henri, Jaffrè, Philippe – *op. cit.*, p. 129.

[139] termenul de paritate este folosit în condiţiile cursurilor de schimb fixe (fluctuante) şi are semnificaţia de curs de schimb oficial în raport cu un etalon internaţional.

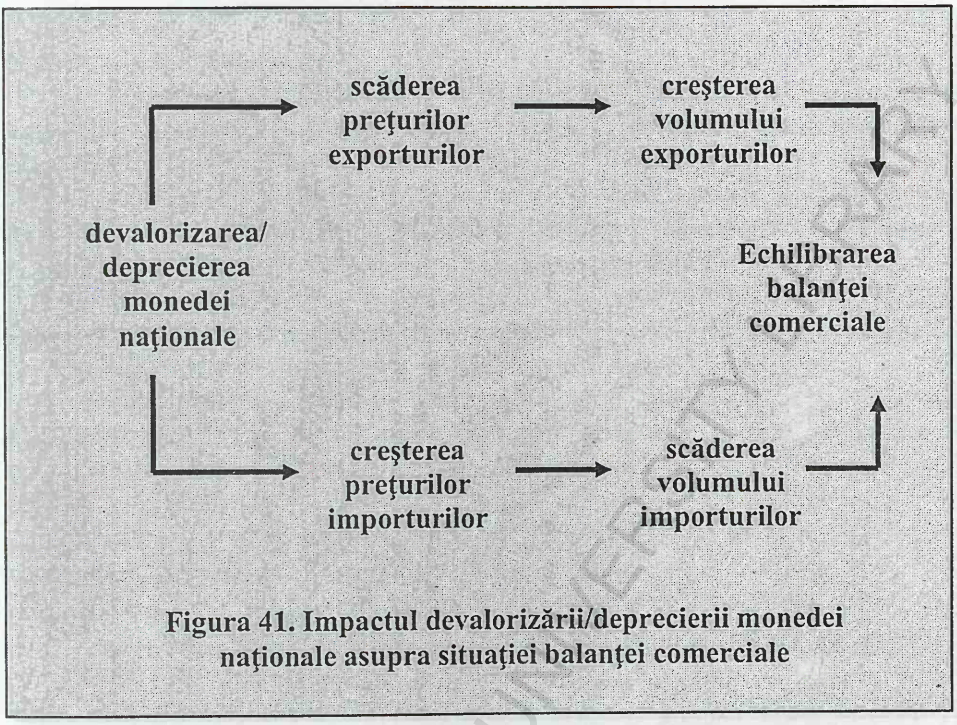


Figura 41. Impactul devalorizării/deprecierii monedei naționale asupra situației balanței comerciale

Succesul acțiunii de devalorizare/depreciere a monedei naționale nu este garantat deoarece efectele sale imediate sunt negative. Efectele pozitive apar numai în măsura în care exporturile și importurile sunt suficient de sensibile (elastice) în raport cu prețurile, respectiv volumul exporturilor crește în condițiile scăderii prețurilor, pe piețele externe, la bunurile exportate, iar volumul importurilor scade, în condițiile creșterii prețurilor la bunurile importate.

Impactul devalorizării/deprecierii monedei naționale asupra balanței comerciale, în condițiile în care efectele favorabile nu se manifestă imediat, se reprezintă grafic prin **„Curba în J"** (a se vedea figura 42).

BCU IASI

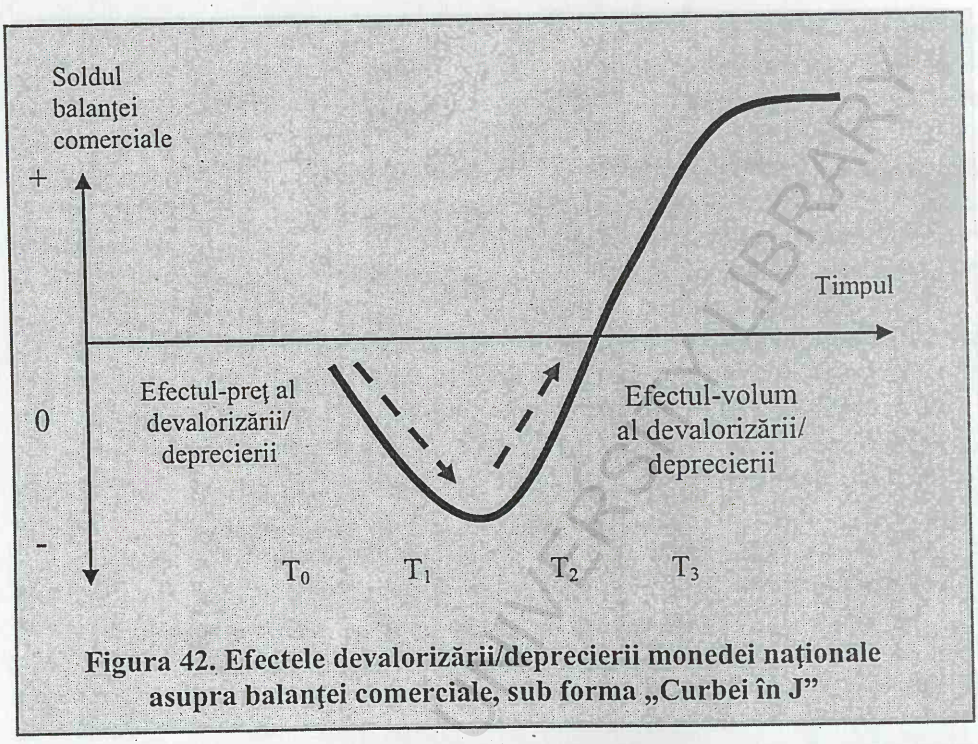


Figura 42. Efectele devalorizării/deprecierii monedei naţionale asupra balanţei comerciale, sub forma „Curbei în J"

Efectul imediat sau pe termen scurt al devalorizării/deprecierii monedei naţionale (în grafic, momentele T_0, T_1) *este agravarea deficitului balanţei comerciale* deoarece importurile cresc datorită influenţei preţurilor de import (preţul mărfurilor străine în monedă naţională este mai mare), deşi cantitativ ele nu se modifică. În această situaţie, se manifestă aşa-numitul **efect preţ al devalorizării/deprecierii monedei naţionale.**

În perioada următoare (în grafic, momentele T_2, T_3), **devalorizarea/ deprecierea are efecte favorabile asupra balanţei comerciale** pentru că ţara îşi reduce cantitativ importurile (deoarece acestea sunt mai scumpe) şi îşi sporeşte cantitativ exporturile (acestea fiind mai ieftine pe pieţele externe). În această situaţie, se manifestă aşa-numitul **efect volum al devalorizării/ deprecierii**, care compensează progresiv şi depăşeşte efectul preţ.

Însă, efectul volum al devalorizării/deprecierii nu se poate manifesta decât dacă sunt îndeplinite mai multe condiţii, printre care[140]:

- *întreprinderile naţionale să fie în măsură să-şi sporească efectiv exporturile*. Pentru a se realiza acest lucru, trebuie să existe o cerere suplimentară în străinătate pentru produsele naţionale, iar întreprinderile să aibă capacitatea fizică de a-şi spori producţia sau cererea internă să se reducă;

- *nivelul preţurilor interne nu trebuie să crească imediat la nivelul devalorizării/deprecierii* pentru că ar determina anularea efectelor acesteia.

[140] Zăpodeanu, Daniela – *op. cit.*, p. 158.

Devalorizarea/deprecierea monedei naţionale are şi unele efecte nefavorabile, şi anume:

✓ *creşterea inflaţiei* chiar şi numai prin creşterea preţului produselor importate, care se răsfrânge asupra preţului produselor interne (inflaţia importată);

✓ intrările de devize în ţară (prin creşterea exporturilor) antrenează sporirea masei monetare şi a lichidităţii bancare, care favorizează *creşterea creditului*, scăderea ratei dobânzii, care determină creşterea cererii interne;

✓ deşi devalorizarea/deprecierea poate să amelioreze competitivitatea prin preţ a produselor naţionale, *nu rezolvă problemele de competitivitate structurală*, cum ar fi insuficienţa calitativă a produselor.

Pentru limitarea acestor efecte nefavorabile, devalorizarea/deprecierea trebuie să fie însoţită de programe de redresare internă a economiei, care să urmărească reducerea cererii interne, frânarea creşterii costurilor nominale, stimularea exporturilor.

În sens invers devalorizării/deprecierii monedei naţionale, **revalorizarea/ aprecierea monedei naţionale frânează exporturile** (produsele naţionale sunt scumpe pe pieţele externe) **şi stimulează importurile** (produsele străine apar mai ieftine pe piaţa naţională). Scăderea preţurilor la produsele importate contribuie la reducerea inflaţiei.

Pe termen scurt, revalorizarea/aprecierea semnificativă a monedei naţionale deteriorează competitivitatea prin preţ a produselor naţionale pentru că acestea sunt scumpe pe pieţele externe. Astfel, întreprinderile naţionale sunt constrânse să urmărească o competitivitate structurală (în afara preţului), prin [141]:

✓ îmbunătăţirea calităţii produselor pentru a atrage clienţii care sunt puţin sensibili la preţ;

✓o nouă specializare pe produse a căror cerere pe piaţa externă este puţin elastică la preţul de vânzare;

✓inovaţii tehnice sau în organizarea muncii, a producţiei astfel încât să crească productivitatea şi să scadă costurile de producţie care, la rândul lor, vor permite creşterea profitului fără o creştere a preţurilor sau menţinerea profitului în condiţiile scăderii preţurilor.

Revalorizarea/aprecierea monedei naţionale poate să contribuie la echilibrarea balanţei comerciale sau chiar la înregistrarea unui excedent al acesteia[142], în condiţiile în care, pe de o parte, se înregistrează o creştere a valorii exporturilor ca urmare a eforturilor de competitivitate structurală, iar, pe de altă parte, valoarea importurilor este constantă (a se vedea figura 43).

---

[141] Jacques, Généreux – *Politici economice*, Editura Institutul European, Iaşi, 1997, p. 59.

[142] a se vedea şi Voinea, Gheorghe M. – *Mecanisme şi tehnici valutar-financiare internaţionale*, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2007, p. 100-101.

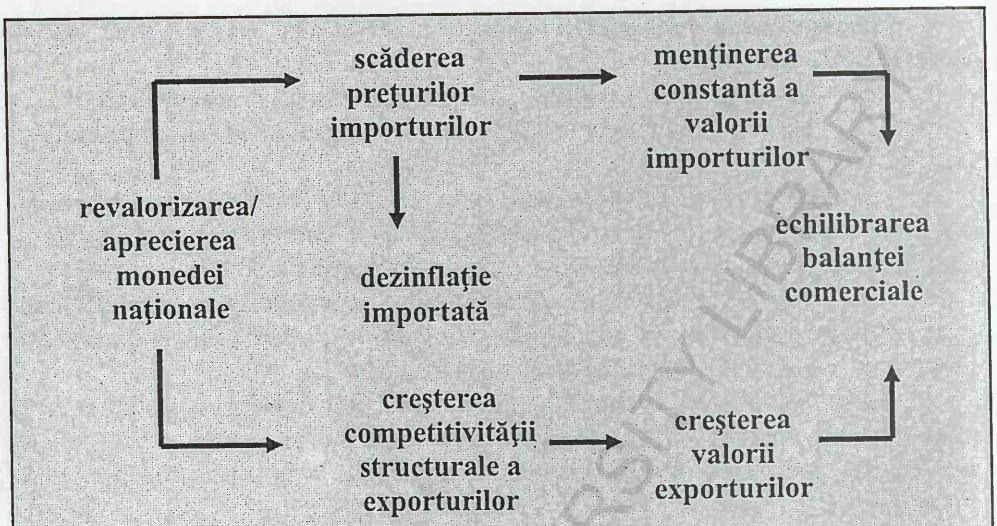


Figura 43. Impactul revalorizării/aprecierii monedei naţionale asupra situaţiei balanţei comerciale

Întrebări

1. Cum se structurează instrumentele de politică monetară ?
2. Ce reprezintă taxa de rescont?
3. Ce reprezintă rescontarea pentru o bancă centrală şi pentru băncile comerciale?
4. Care sunt trăsăturile principale ale operaţiunilor de rescontare?
5. Cum explicaţi efectul cantitativ şi efectul preţ al politicii de rescont?
6. Care sunt dezavantajele (limitele) politicii de rescont?
7. Ce exprimă politica de open-market şi cum se definesc operaţiunile de open-market?
8. Prin ce se deosebeşte politica de open-market de politica de rescont?
9. În ce constă efectul cantitativ şi efectul preţ al politicii de open-market?
10. Care sunt consecinţele efectului preţ al politicii de open-market?
11. Cum explicaţi eficienţa politicii de open-market?
12. Ce exprimă rezervele bancare minime obligatorii?
13. Care sunt funcţiile rezervelor bancare minime obligatorii?
14. Cum explicaţi efectul cantitativ, efectul preţ şi efectul cost al politicii rezervelor bancare minime obligatorii?
15. Ce neajunsuri prezintă politica rezervelor minime obligatorii?

BUCHAREST CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

16. Cum rezolvaţi următoarea aplicaţie:
Bilanţul băncii centrale şi bilanţul centralizat al băncilor comerciale cuprind următoarele elemente:
- aur şi devize 1000 u.m;
- bonuri de tezaur deţinute de banca centrală 3000 u.m;
- credite acordate de banca centrală 5000 u.m;
- depozite atrase de băncile comerciale 22000 u.m;
- bonuri de tezaur deţinute de băncile comerciale 5000 u.m;
- rata rezervelor minime obligatorii 10%.

a) Determinaţi volumul emisiunii de monedă realizat de banca centrală;
b) Determinaţi volumul creditelor acordate economiei de către băncile comerciale;
c) Arătaţi posibilităţile de reducere a creditelor acordate economiei de către băncile comerciale, în condiţiile în care banca centrală:
c_1) majorează rata rezervelor obligatorii de la 10% la 12%;
c_2) vinde bonuri de tezaur în valoare de 1500 u.m.
17. Ce urmăresc instrumentele de intervenţie directă ale politicii monetare?
18. Ce exprimă încadrarea creditului şi care sunt dezavantajele sale?
19. Ce exprimă politica selectivă a creditelor şi care sunt dezavantajele sale?
20. Cum explicaţi intervenţiile directe ale băncii centrale pe piaţa valutară?
21. Cum explicaţi impactul fluctuaţiei ratei dobânzii asupra cursului de schimb.
22. Ce exprimă controlul schimburilor valutare?
23. Ce exprimă „Curba în J”?
24. Care sunt efectele negative ale devalorizării/deprecierii monedei naţionale?

BCU IASI / CENTRALA UNIVERSITARA

Bibliografie recomandată

1. Bailly, Jean-Luc ş.a. – *Économie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000;
2. Basno, Cezar, Dardac, Nicolae, Floricel, Constantin – *Monedă, credit, bănci*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1994;
3. Bofinger, Peter – *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, 2001;
4. Cerna, Silviu – *Sistemul monetar şi politica monetară*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1996;
5. Dardac, Nicolae, Barbu, Teodora – *Monedă, Bănci şi Politici monetare*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 2005;
6. David, Jacques – Henri, Jaffrè Philippe – *La monnaie et la politique monétaire*, Editions Economica, Paris, 1990;
7. Mishkin, Frederich S. – *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, 2004;
8. Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
9. Voinea, Gheorghe – *Relaţii valutar-financiare internaţionale*, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2007;
10. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 6

Politica monetară în cadrul Uniunii Economice şi Monetare

Cuprinsul capitolului

6.1. Crearea Uniunii Economice şi Monetare. Scurt istoric
6.2. Cadrul instituţional al politicii monetare unice
6.3. Obiectivele şi atribuţiile Eurosistemului
6.4. Strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene
6.4.1. Stabilitatea preţurilor - obiectiv fundamental al politicii monetare unice
6.4.2. Caracterizarea strategiei de politică monetară a Băncii Centrale Europene
6.5. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a Băncii Centrale Europene
6.6. Cadrul operaţional al politicii monetare unice
6.6.1. Principii fundamentale
6.6.2. Instrumentele de politică monetară ale Eurosistemului
6.6.3. Activele – garanţie utilizate în cadrul operaţiunilor de politică monetară ale Eurosistemului.

Obiective

1. Cunoaşterea structurii, răspunderii şi independenţei Sistemului European al Băncilor Centrale
2. Cunoaşterea obiectivelor şi misiunilor Eurosistemului
3. Cunoaşterea şi înţelegerea strategiei de politică monetară a Băncii Centrale Europene
4. Înţelegerea mecanismului de transmitere a politicii monetare unice
5. Cunoaşterea şi înţelegerea cadrului operaţional al politicii monetare unice.

Cuvinte-cheie

Integrare monetară, Sistemul European al Băncilor Centrale, Eurosistem, Banca Centrală Europeană, politică monetară unică.

Introducere

Procesul de integrare europeană îşi are originea în anii '50, când au fost semnate două tratate principale în crearea unei comunităţi economice, şi anume: **Tratatul de la Paris** (semnat la data de 18 aprilie 1951) cu privire la Comunitatea

Economică a Cărbunelui şi a Oţelului (CECO), din care au facut parte şase state europene: Belgia, Germania, Franţa, Italia, Luxemburg şi Olanda) şi **Tratatele de la Roma** (semnate la data de 25 martie 1957) privind crearea Comunităţii Economice Europene (CEE) şi a Comunităţii Europene a Energiei Atomice (CEEA), care au fost instituite de aceleaşi şase state europene.

Tratatele de la Roma nu au prevăzut o monedă unică, stabilind ca obiective ale CEE realizarea unei uniuni vamale şi a unei pieţe agricole comune, asigurarea circulaţiei libere a capitalurilor, serviciilor şi persoanelor.

În anul 1967, instituţiile celor trei Comunităţi au fuzionat, iar în decursul timpului alte state europene au aderat la ceea ce se numea atunci Comunitatea Europeană sau la Uniunea Europeană (odată cu Tratatul de la Maastricht).

Un pas semnificativ în procesul de integrare economică europeană îl reprezintă Uniunea Economică şi Monetară, a cărei formare a fost prevăzută prin Tratatul Uniunii Europene (Tratatul de la Maastricht).

Lărgirea Uniunii Europene prin aderarea de noi state membre a impus necesitatea îmbunătăţirii şi reformării cadrului său instituţional. Astfel, Tratatul de instituire a Comunităţii Europene şi Tratatul privind Uniunea Europeană au cunoscut modificări esenţiale, aduse în principal de Tratatul de la Amsterdam (semnat la 2 octombrie 1997 şi intrat în vigoare la 1 mai 1999) şi de Tratatul de la Nice (semnat la 26 februarie 2001 şi intrat în vigoare la 1 februarie 2003). În prezent, Tratatul de la Lisabona (semnat la data de 13 decembrie 2007) aduce modificări esenţiale Tratatului privind Uniunea Europeană şi Tratatului de instituire a Comunităţii Europene şi urmează să intre în vigoare după ratificarea sa de toate cele 27 state membre ale UE. Potrivit noului Tratat, se simplifică structura UE, care în prezent se bazează pe trei piloni (Comunitatea, politica externă şi de securitate comună, justiţia şi afacerile interne), iar Comunitatea este înlocuită de Uniune. Totodată, Tratatul de la Lisabona stabileşte ca temei legal al politicii monetare unice, Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene şi Statutul (anexat sub formă de Protocol la Tratat) Sistemului European al Băncilor Centrale şi al Băncii Centrale Europene.

6.1. Crearea Uniunii Economice şi Monetare. Scurt istoric

Prima tentativă de creare a unei uniuni economice şi monetare a fost formulată în **Raportul Werner**[143] în 1970, care a prevăzut un plan al uniunii monetare în trei etape, care urmau să fie finalizate până în 1980. Aceste etape prevedeau convertibilitatea monedelor, diminuarea fluctuaţiilor cursurilor de schimb până la un regim al cursurilor fixe, liberalizarea mişcărilor de capital şi, eventual, o monedă unică. Prevederile Raportului Werner sunt similare cu cele ale Tratatului de la Maastricht, deşi raportul sugera o autoritate bugetară

[143] denumit astfel după Pierre Werner, prim ministru al Luxemburgului în perioada respectivă.

centralizată şi nu o bancă centrală europeană, iar moneda unică rămânea o eventualitate.

Prăbuşirea Sistemului Monetar Internaţional de la Bretton Woods (august 1971), recesiunea internaţională cauzată de prima criză a petrolului din anul 1973 au făcut imposibilă realizarea planului Werner.

În vederea asigurării unei stabilităţi monetare în Europa, ţările membre ale CEE au decis pe data de 10 aprilie 1972, la Basel, crearea aşa- numitului **„şarpe monetar"**. În cadrul acestuia, s-a prevăzut ca limitele de fluctuaţie ale monedelor ţărilor europene participante să fie de ± 2,25% faţă de dolarul american şi de ±1,125% între ele. Însă lipsa de coordonare a politicilor economice ale ţărilor europene participante la mecanismul şarpelui monetar, rezultatele divergente în materie de inflaţie şi şomaj au dus la prăbuşirea şarpelui monetar.

În 1979, într-o perioadă în care Europa a cunoscut o mare instabilitate, ţările membre ale CEE[144], cu excepţia Marii Britanii, au reluat procesul de cooperare monetară odată cu crearea **Sistemului Monetar European** (SME).

Sistemul Monetar European a avut la bază trei principii esenţiale:

- legarea monedelor ţărilor participante la SME de un etalon comun, ECU (European Currency Unit), care a reprezentat o monedă – coş şi a fost elementul central al SME. Fiecare ţară participantă la SME îşi definea, pentru moneda sa, un curs pivot faţă de ECU numit şi curs central. Prin compararea cursurilor pivot faţă de ECU se obţineau cursurile pivot bilaterale ale fiecărei monede din sistem faţă de celelalte monede participante;
- fiecare bancă centrală care adera la mecanismul de schimb se angaja să menţină cursul de schimb în marjele de fluctuaţie de ± 2,25% faţă de cursul pivot bilateral;
- crearea Fondului European de Cooperare Monetară (FECOM) în scopul de a susţine intervenţiile băncilor centrale pe piaţa valutară. La FECOM au participat toate ţările membre ale căror monede intrau în structura ECU.

Pe ansamblu, bilanţul SME poate fi considerat pozitiv întrucât a favorizat convergenţa ratelor de inflaţie şi a ratelor dobânzilor între ţările membre. Pe de altă parte, pot fi evidenţiate şi unele puncte slabe ale SME, cum ar fi: performanţele în materie de creştere economică şi de acţiune împotriva şomajului au fost mediocre; influenţa politicii monetare a Germaniei şi rolul central al mărcii germane au transformat SME într-o veritabilă „zonă a mărcii". Recesiunea economică ce a atins ţările europene la începutul anilor '90, impunea o politică de relansare a economiilor naţionale pe baza reducerii ratelor de dobândă. Însă majoritatea ţărilor europene s-au aliniat la politica monetară restrictivă promovată de Bundesbank în scopul de a calma tensiunile inflaţioniste şi de a atrage capitalurile necesare în urma reunificării germane.

SME nu a fost la scutit de speculaţii şi crize monetare. În 1993, pentru a se evita prăbuşirea sistemului, s-a decis lărgirea marjelor de fluctuaţie de la ± 2,25%

[144] Belgia, Danemarca, Franţa, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda şi Marea Britanie.

la ± 15%. Prin urmare, SME îşi pierde natura de sistem de cursuri fixe, iar prăbuşirea sa se explică prin existenţa „triunghiului incompatibilităţilor", conform căruia o ţară nu poate avea simultan o politică monetară autonomă, un curs de schimb fix şi o libertate de circulaţie a capitalurilor.

În a doua jumătate a anilor '80, ideea necesităţii creării unei uniuni economice şi monetare a fost relansată prin **Actul Unic European** din 1986, prin care s-a creat piaţa unică.

În anul 1988, Consiliul European a numit un comitet[145] prezidat de Jacques Delors, preşedinte al Comisie Europene în acel moment, cu scopul de a analiza modalităţile de realizare a Uniunii Economice şi Monetare. Raportul Delors din 1989 a propus realizarea UEM în trei etape şi a condus la negocieri care s-au concretizat în Tratatul privind Uniunea Europeană, semnat la Maastricht, la data de 7 februarie 1992 şi care a intrat în vigoare la 1 noiembrie 1993.

Tratatul de la Maastricht a instituit Uniunea Europeană şi a modificat tratatele fondatoare ale Comunităţilor Europene prin adăugarea unui nou capitol privind politica economică şi monetară. Acest nou capitol a pus bazele UEM şi a stabilit modalitatea şi calendarul de realizare a acesteia.

Procesul de creare a UEM a presupus parcurgerea a trei etape, şi anume:

- **prima etapă** (de la 1 iulie 1990 la 31 decembrie 1993) s-a concretizat prin liberalizarea mişcărilor de capitaluri între statele membre, o mai bună coordonare a politicilor economice şi întărirea cooperării între băncile centrale;
- **a doua etapă** (1994- 1998) a debutat cu crearea Institutului Monetar European (IME), precursorul Băncii Centrale Europene, la data de 1 ianuarie 1994. Această etapă a fost dedicată pregătirilor tehnice necesare pentru crearea monedei unice, punerii în aplicare a unei discipline fiscale (în scopul evitării deficitelor excesive) şi întăririi convergenţei politicilor economice şi monetare ale statelor membre (în vederea asigurării stabilităţii preţurilor şi a unor finanţe publice solide). Ţările candidate la UEM trebuiau să îndeplinească criteriile de convergenţă nominală stabilite prin Tratatul de la Maastricht, care vizau cinci variabile economice, şi anume:

1. rata inflaţiei să nu depăşească, în cursul unei perioade de un an înaintea examinării în vederea aderării, cu mai mult de 1,5% nivelul mediu al inflaţiei înregistrat în acele ţări membre (cel mult trei) care au obţinut cele mai bune performanţe în materie de stabilitate a preţurilor;

2. rata dobânzii nominale pe termen lung (aferentă obligaţiunilor de stat sau altor titluri comparabile) să nu depăşească, în ultimul an înaintea examinării în vederea aderării, cu mai mult de 2%, nivelul mediu al dobânzilor pe termen lung din acele ţări membre (cel mult trei) cu rata inflaţiei cea mai scăzută;

3. deficitul public (al bugetului consolidat) să nu depăşească 3% din PIB;

4. datoria publică să nu depăşească 60% din PIB;

[145] format din experţi în domeniul politicii monetare, în special guvernatori ai băncilor centrale din CEE.

5. cursul de schimb să respecte marjele normale de fluctuaţie prevăzute în cadrul SME, timp de cel puţin doi ani premergători examinării în vederea aderării, fără devalorizarea din propria iniţiativă a monedei naţionale în raport cu moneda altui stat membru.

Pe lângă aceste criterii, considerate drept ţinte cantitative de referinţă, Tratatul a mai prevăzut **independenţa băncilor centrale naţionale faţă de guverne şi interzicerea finanţării monetare a deficitului bugetar**.

La data de 2 mai 1998, în urma evaluărilor, Consiliul Uniunii Europene a decis că 11 state membre (Austria, Belgia, Finlanda, Franţa, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia şi Spania) îndeplineau condiţiile necesare pentru participarea la etapa a treia a UEM şi adoptarea monedei unice la 1 ianuarie 1999.

La 1 iunie 1998 a fost înfiinţată Banca Centrală Europeană, care a înlocuit Institutul Monetar European.

Criterii de convergenţă reală: Tratatul de la Maastricht face referiri exprese doar la criteriile de convergenţă nominală, însă instituţiile comunitare susţin ferm necesitatea realizării, de către statele candidate la Uniunea Monetară, unui grad ridicat de convergenţă reală, care să asigure coeziunea structurilor economiilor statelor membre şi ale celor candidate. Deşi instituţiile comunitare îşi exprimă ferm hotărârea de a nu accepta în cadrul zonei euro state care nu au realizat un grad ridicat de convergenţă reală, nu sunt menţionate explicit, prin tratat, criterii de convergenţă reală. În opinia guvernatorului BNR[146], procesul de convergenţă reală poate fi cuantificat prin următoarele criterii: nivelul PIB/locuitor (exprimat fie la cursul nominal fie prin paritatea puterii de cumpărare standard), structura economiei (exprimată prin ponderea pe care marile sectoare o au în crearea PIB: agricultura, industria, serviciile), gradul de deschidere a economiei (exprimat prin ponderea mărimii exporturilor şi importurilor unei ţări în PIB), ponderea comerţului bilateral cu ţările membre ale UE în totalul comerţului exterior.

Prin urmare, înainte de adoptarea monedei euro, orice ţară membră a UE trebuie să realizeze simultan cele două procese de convergenţă (nominală şi reală), care se influenţează reciproc. De altfel, trebuie să se aibă în vedere că manifestarea crizelor înregistrate de SME, mai ales crizele din anii 1992 şi 1993, a fost legată de divergenţele fundamentale în evoluţia variabilelor reale ale statelor membre.

- **a treia etapă** a debutat la 1 ianuarie 1999 cu stabilirea irevocabilă a cursurilor de schimb pentru monedele celor 11 state membre participante iniţial la Uniunea Monetară, implementarea de către BCE a unei politici monetare unice şi introducerea monedei euro în calitate de monedă unică.

La 1 ianuarie 2001, Grecia a intrat (în urma îndeplinirii criteriilor de convergenţă) în stadiul al treilea al UEM astfel că numărul statelor participante s-a majorat la 12. La 1 ianuarie 2007, Slovenia aderă la zona euro şi devine al

[146] Isărescu, Mugur – „Globalizare şi integrare europeană. Cazul României", 2007, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885

13-lea stat membru, la 1 ianuarie 2008 aderă Cipru şi Malta, iar la 1 ianuarie 2009 a aderat Slovacia.

Extinderea Uniunii Europene:
1952: Belgia, Germania, Franţa, Italia, Luxemburg şi Olanda;
1973: prima etapă a procesului de extindere, de la şase la nouă membri, prin aderarea următoarelor state: **Danemarca, Irlanda şi Marea Britanie;**
1981: Grecia;
1986: se alătură CE, **Spania şi Portugalia;**
1995: Austria, Finlanda şi Suedia au aderat la Uniunea Europeană;
2004: cea mai mare extindere a UE, prin aderarea a zece state: **Cehia, Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacia, Slovenia şi Ungaria;**
2007: Bulgaria şi România; UE cuprinde, în prezent, 27 state membre.

În prezent, Croaţia, Fosta Republică Iugoslavă a Macedoniei şi Turcia deţin statutul de state candidate la UE.

Ţările care doresc să adere la UE trebuie să îndeplinească anumite condiţii, definite de **criteriile de la Copenhaga**. Acestea se referă la *criterii politice* (viitoarele state membre să dispună de instituţii stabile, care să garanteze democraţia, statul de drept, drepturile omului, respectarea şi protecţia minorităţilor); *criterii economice* (economie de piaţă funcţională) şi *preluarea acquis-ului comunitar.*

În prezent, dintre cele 27 state membre ale UE, 16 state (Austria, Belgia, Cipru, Finlanda, Franţa, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburg, Malta, Olanda, Portugalia, Slovacia, Slovenia, Spania) au adoptat moneda euro, respectiv participă integral la etapa a treia a UEM. Două state, Danemarca şi Marea Britanie, au statut special. Ambele state au informat Consiliul UE că nu doresc deocamdată să facă parte din zona euro. Celelalte state au o „derogare" deoarece nu îndeplinesc încă toate cerinţele pentru adoptarea monedei euro. Conform articolului 109 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene, statele membre care fac obiectul unei derogări sunt acelea care încă nu au adoptat moneda euro, dar se pregătesc pentru adoptarea monedei unice. În cazul acestor state, nu se aplică dispoziţiile care se referă la transferul responsabilităţii în domeniul politicii monetare către Consiliul Guvernatorilor BCE.

6.2. Cadrul instituţional al politicii monetare unice

Temeiul legal al politicii monetare unice îl reprezintă **Tratatul de instituire a Comunităţii Europene**[147] şi **Statutul** (anexat sub formă de Protocol la Tratat) **Sistemului European al Băncilor Centrale (SEBC) şi al Băncii Centrale Europene (BCE)**, care au instituit BCE şi SEBC la 1 iunie 1998.

[147] redenumire dată Tratatului de instituire a Comunităţii Economice Europene (semnat la Roma, la data de 25 martie 1957 şi intrat în vigoare la 1 ianuarie 1958), care a fost modificat de Tratatul privind UE (sau Tratatul de la Maastricht), semnat la data de 7 februarie 1992 şi intrat în vigoare de la 1 noiembrie 1993. Aceste Tratate au cunoscut modificări esenţiale, aduse în principal de Tratatul de la Amsterdam (semnat la 2 octombrie 1997 şi intrat în vigoare la 1 mai 1999) şi de Tratatul de la Nice (semnat la 26 februarie 2001 şi intrat în vigoare la 1 februarie 2003).

În prezent, *Tratatul de la Lisabona* (denumit Tratatul de modificare a Tratatului privind Uniunea Europeană şi a Tratatului de instituire a Comunităţii Europene) semnat la data de 13 decembrie 2007 şi ratificat pe deplin de 25 state membre ale Uniunii Europene[148] stabileşte, ca temei legal al politicii monetare unice, *Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene*[149] şi *Statutul* (anexat sub formă de Protocol la Tratat) *Sistemului European al Băncilor Centrale şi al Băncii Centrale Europene*.

Sistemul European al Băncilor Centrale (SEBC) este format din (a se vedea figura 44) :

- **Banca Centrală Europeană** (creată la 1 iunie 1998), cu sediul la Frankfurt şi
- **Băncile Centrale Naţionale** (BCN) ale statelor membre ale Uniunii Europene (în prezent, 27 state).

Prin urmare, SEBC cuprinde şi băncile centrale naţionale ale statelor membre ale UE, care nu au adoptat încă moneda euro, fie în baza statutului lor special (Danemarca, Marea Britanie), fie în baza unei derogări (Bulgaria, Republica Cehă, Estonia, Letonia, Lituania, Ungaria, Polonia, România şi Suedia). Aceste state au încă moneda lor naţională, aplică propria politică monetară, iar băncile centrale ale respectivelor state îşi păstrează, deocamdată, suveranitatea monetară. Totodată, statele respective nu sunt implicate în îndeplinirea activităţilor principale în cadrul Uniunii Monetare. De pildă, guvernatorii băncilor centrale naţionale ale statelor care nu au adoptat încă moneda euro nu participă la adoptarea deciziilor de politică monetară unică şi la aplicarea acestora. Pe de altă parte, apartenenţa acestor bănci centrale la SEBC implică cooperarea activă (prin Consiliul general al BCE) cu Eurosistemul în anumite domenii de activitate, cum ar fi participarea la sistemul de plăţi TARGET şi susţinerea acordată în cadrul activităţilor de colectare a datelor statistice. De asemenea, Mecanismul European al Cursului de Schimb II (MCS II) oferă cadrul necesar pentru cooperarea cu Eurosistemul în ceea ce priveşte politica monetară şi a cursului de schimb.

Pentru a ajuta publicul să perceapă mai uşor structura complexă a SEBC, Consiliul Guvernatorilor BCE a decis, în noiembrie 1998, să adopte termenul de **„EUROSISTEM"** pentru a desemna BCE şi băncile centrale naţionale (BCN) ale statelor care au aderat la Uniunea Monetară.

---

[148] Dintre cele 27 state membre ale UE, Germania s-a pronunţat în favoarea Tratatului, însă procedura de ratificare este suspendată (până la adoptarea unei noi legi referitoare la drepturile de participare parlamentară), iar în cazul Irlandei se va organiza un al doilea referendum privind Tratatul de la Lisabona, programat să aibă loc pe data de 2 octombrie 2009.

[149] redenumire dată Tratatului de instituire a Comunităţii Europene.

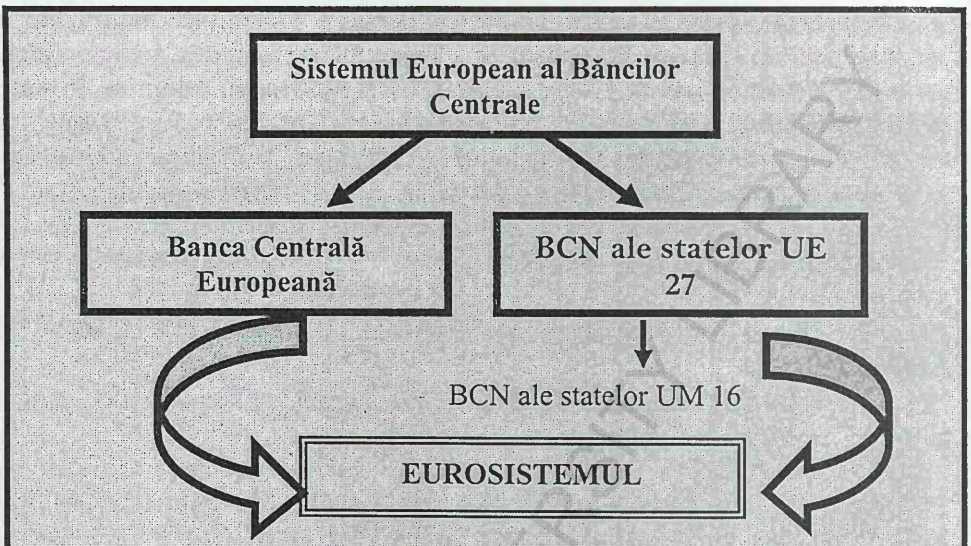


Figura 44. Cadrul instituţional al politicii monetare unice

În construirea SEBC şi a BCE s-a adoptat sistemul federal, considerându-se că o astfel de organizare ar corespunde cel mai bine cerinţelor pe care trebuie să le îndeplinească noua bancă centrală.

Eurosistemul şi SEBC îşi exercită atribuţiile prin trei organe de decizie ale BCE (a se vedea figura 45), şi anume:

- ✓ **Consiliul Guvernatorilor;**
- ✓ **Comitetul Executiv şi**
- ✓ **Consiliul General.**

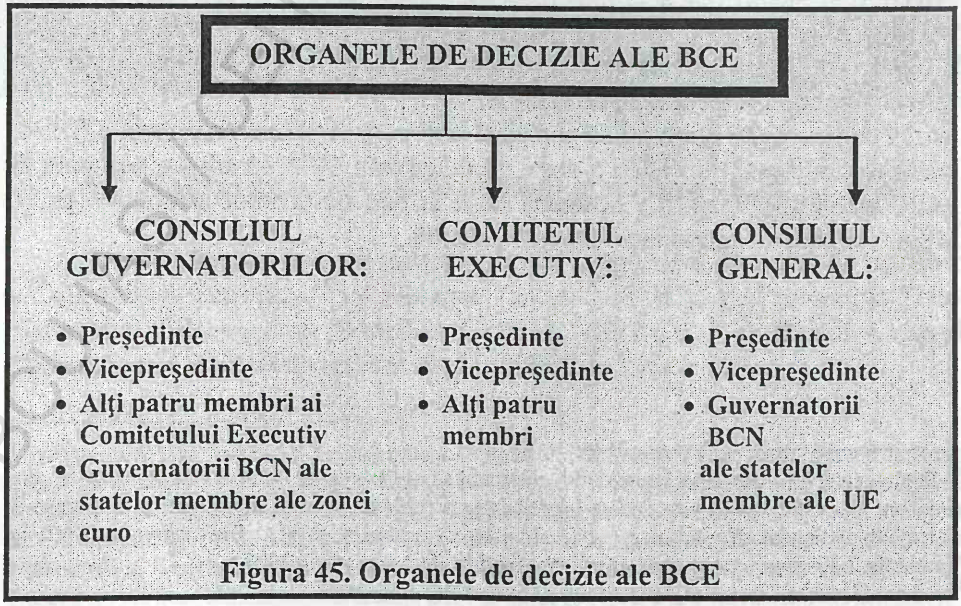


Figura 45. Organele de decizie ale BCE

Consiliul Guvernatorilor este organul suprem de decizie al BCE şi este format din guvernatorii băncilor centrale ale statelor membre ale Uniunii Monetare (în prezent 16) şi cei şase membri ai Comitetului Executiv (a se vedea caseta de mai jos). Potrivit Tratatului de instituire a Comunităţii Europene (redenumit, prin Tratatul de la Lisabona, Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene), precum şi a Statutului SEBC şi al BCE, Consiliul Guvernatorilor este abilitat să adopte deciziile cu semnificaţie strategică primordială pentru Eurosistem.

Membri Consiliului Guvernatorilor[150]:
- Jean-Claude Trichet (Franţa) – preşedintele BCE ;
- Lucas D. Papademos (Grecia) – vicepreşedintele BCE;
- Lorenzo Bini Smaghi (Italia) – membru al Comitetului executiv al BCE;
- José Manuel González-Páramo (Spania) – membru al Comitetului executiv al BCE;
- Jürgen Stark (Germania) – membru al Comitetului executiv al BCE;
- Gertrude Tumpel-Gugerell (Austria) – membru al Comitetului executiv al BCE;
- Guy Quaden – guvernator Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique;
- Axel A. Weber – preşedinte, Deutsche Bundesbank;
- John Hurley – guvernator, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland;
- Georgios Provopoulos – guvernator, Bank of Greece;
- Miguel Fernández Ordóñez – guvernator, Banco de España;
- Christian Noyer – guvernator, Banque de France;
- Mario Draghi – guvernator, Banca d'Italia;
- Athanasios Orphanides – guvernator, Central Bank of Cyprus;
- Yves Mersch – guvernator, Banque centrale du Luxembourg;
- Michael C. Bonello – guvernator, Central Bank of Malta;
- Nout Wellink – preşedinte, De Nederlandsche Bank;
- Ewald Nowotny – guvernator, Oesterreichische Nationalbank;
- Vitor Manuel Ribeiro Constâncio – guvernator, Banco de Portugal;
- Marko Kranjec – guvernator, Banka Slovenije;
- Ivan Šramko – guvernator, Národná banka Slovenska;
- Erkki Liikanen – guvernator, Suomen Pankki - Finlands Bank.

Principalele responsabilităţi ale Consiliului Guvernatorilor sunt:

✓ **stabileşte orientările şi ia deciziile necesare pentru îndeplinirea misiunilor încredinţate Eurosistemului;**

✓ **elaborează politica monetară a zonei euro.** În acest context, Consiliul Guvernatorilor defineşte strategia de politică monetară a BCE, cadrul operaţional al politicii monetare unice, adoptă decizii cu privire la ratele de dobândă directoare ale BCE şi stabileşte orientările de urmat de către BCN ale Eurosistemului pentru realizarea operaţiunilor de politică monetară;

[150] http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html/index.ro.html

- ✓ **gestionează rezervele valutare oficiale;**
- ✓ **autorizează emisiunea de bancnote euro şi aprobă volumul emisiunii de monede euro în cadrul zonei euro;**
- ✓ **exercită funcţiile consultative ale BCE şi decide modul de reprezentare al Eurosistemului la nivel internaţional;**
- ✓ **adoptă regulamentul de organizare internă a BCE şi a organelor sale de decizie;**
- ✓ **adoptă decizii cu privire la capitalul BCE şi la repartizarea rezultatului net al acesteia;**
- ✓ **aprobă raportul anual şi conturile anuale ale BCE.**

Responsabilităţi specifice preşedintelui BCE[151]
Conform Statutului SEBC şi al BCE, preşedintele BCE (sau, în absenţa acestuia, vicepreşedintele) îndeplineşte funcţii specifice, şi anume: conduce reuniunile Consiliului Guvernatorilor, Comitetului Executiv şi ale Consiliului General; votul său este predominant în cadrul Consiliului Guvernatorilor şi Comitetului Executiv; reprezintă BCE pe plan extern; prezintă Raportul anual al BCE în faţa Parlamentului European şi al Consiliului UE; este invitat la şedinţele Eurogrupului şi poate să participe la şedinţele Consiliului UE atunci când acestea vizează obiectivele şi atribuţiile Eurosistemului.

Reuniunile Consiliului Guvernatorilor[152]

Potrivit Statutului SEBC şi al BCE, Consiliul Guvernatorilor BCE trebuie să se întrunească de cel puţin 10 ori pe an. Datele reuniunilor sunt decise de către Consiliul Guvernatorilor, în baza unei propuneri a Comitetului Executiv.

Şedinţele pot avea loc şi prin teleconferinţă, cu excepţia situaţiei în care cel puţin trei guvernatori obiectează. În prezent, Consiliul Guvernatorilor se reuneşte de două ori pe lună, de regulă, în prima şi a treia zi de joi, la sediul central al BCE din Frankfurt pe Main (Germania). De obicei, în cadrul primei reuniuni lunare sunt analizate evoluţiile economice şi monetare şi sunt dezbătute aspecte ce privesc politica monetară. A doua reuniune lunară este consacrată problemelor ce privesc alte misiuni şi responsabilităţi ale BCE şi ale Eurosistemului. Conform Statutului SEBC, reuniunile sunt confidenţiale (BCE nu publică procesele verbale ale reuniunilor) însă, Consiliul Guvernatorilor poate să decidă cu privire la prezentarea publică a deciziilor adoptate. De pildă, Consiliul Guvernatorilor prezintă public deciziile cu privire la ratele de dobândă directoare ale BCE în cadrul unei conferinţe de presă, ce are loc după prima reuniune a Consiliului din fiecare lună. De asemenea, deciziile adoptate de Consiliul Guvernatorilor sunt publicate pe site-urile băncilor centrale din Eurosistem.

---

[151] Hanspeter, K. Scheller – *The European Central : History, role and functions*, second revised edition, 2006, p. 61, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf

[152] ECB – *The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, 3rd edition, 2009, p.16, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_en_weben.pdf

Reguli de vot în cadrul Consiliului Guvernatorilor[153].

Potrivit Statutului SEBC, deciziile Consiliului Guvernatorilor sunt adoptate cu majoritatea simplă a voturilor exprimate. Fiecare membru al Consiliului dispune de un vot (în cazul deciziilor ce privesc anumite aspecte financiare, cum ar fi: majorarea capitalului BCE, revizuirea cheii de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE, repartizarea profitului şi a pierderii BCE etc., voturile sunt ponderate în funcţie de participarea BCN la capitalul subscris al BCE), iar la adoptarea deciziilor, membri Consiliului acţionează independent şi nu în calitate de reprezentanţi naţionali.

În vederea sporirii capacităţii Consiliului Guvernatorilor de a adopta decizii rapide şi eficiente, în contextul lărgirii zonei euro, la data de 21 martie 2003, Consiliul european a aprobat decizia de modificare a modalităţilor de vot în cadrul Consiliului Guvernatorilor. Potrivit noului sistem de vot, care va intra în vigoare în condiţiile în care numărul guvernatorilor BCN ale zonei euro va fi mai mare de 15 sau, cel mai târziu când acest număr va fi mai mare de 18, numărul drepturilor de vot este fixat la maximum 21, indiferent de numărul membrilor Consiliului. Astfel, cei 6 membri ai Comitetului Executiv îşi vor păstra fiecare un drept de vot permanent, iar guvernatorii BCN vor împărţi cele 15 voturi rămase pe baza unui sistem de rotaţie prestabilit. De asemenea, toţi guvernatorii vor participa la reuniunile Consiliului, indiferent dacă dispun sau nu de un drept de vot la momentul respectiv.

Guvernatorii BCN vor fi repartizaţi pe mai multe grupe, în funcţie de importanţa economică a ţărilor în zona euro (ponderea ţării în PIB total şi ponderea sectorului financiar al ţării respective în activul total al bilanţului agregat al instituţiilor financiar-monetare ale statelor membre ale zonei euro).

La data de 18 decembrie 2008, Consiliul Guvernatorilor a decis să implementeze sistemul de rotaţie a drepturilor de vot în două etape, din momentul în care numărul guvernatorilor băncilor centrale din zona euro va fi mai mare de 18[154], astfel:

- în momentul în care numărul statelor membre ale zonei euro va fi mai mare de 18 (respectiv odată cu aderarea celui de-al 19 stat), guvernatorii vor fi repartizaţi pe două grupuri, în funcţie de criteriul menţionat anterior. Primul grup va fi format din primii 5 guvernatori, care vor împărţi 4 voturi. Al doilea grup va fi format din toţi ceilalţi guvernatori (14) şi va dispune de 11 voturi (a se vedea tabelul 5):

Tabelul 5. Sistemul de rotaţie cu două grupuri

	Primul grup			Al doilea grup		
Nr. total de guvernatori	guvernatori	voturi	Frecvenţa voturilor	guvernatori	voturi	Frecvenţa voturilor
19	5	4	80%	14	11	79%
20	5	4	80%	15	11	73%
21	5	4	80%	16	11	69%

Sursa: ECB – *Montlly Bulletin*, July, 2009, p. 92, http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200907en.pdf

- în momentul în care numărul statelor membre ale zonei euro va fi mai mare de 21, guvernatorii vor fi repartizaţi pe trei grupuri: primul grup va fi format din

[153] Hanspeter, K. Scheller – *The European Central : History, role and functions*, second revised edition, 2006, pp. 54- 56, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf

[154] La data de 19 decembrie 2002, Consiliul Guvernatorilor a decis să implementeze sistemul de rotaţie a drepturilor de vot în momentul în care numărul guvernatorilor va fi mai mare de 15.

primii 5 guvernatori, al doilea grup va fi format din jumătate din numărul total de guvernatori, iar al treilea grup va cuprinde guvernatorii rămaşi. Numărul drepturilor de vot (15) se va repartiza astfel: 4 voturi atribuite primului grup, 8 voturi atribuite grupului al doilea şi 3 voturi atribuite grupului al treilea (a se vedea tabelul 6).

Sistemul de rotaţie[155]

Guvernatorii sunt repartizaţi în fiecare grup, conform convenţiei UE, în conformitate cu o listă a băncilor centrale naţionale ale acestora, care respectă ordinea alfabetică a denumirilor statelor membre în limbile lor naţionale. Rotaţia drepturilor de vot în cadrul fiecărui grup respectă această ordine. Rotaţia începe cu un punct aleatoriu din listă.

Drepturile de vot în cadrul fiecărui grup se rotesc în fiecare lună, începând cu prima zi a celei dintâi luni a punerii în aplicare a sistemului de rotaţie.

Pentu primul grup, numărul drepturilor de vot care se rotesc în fiecare interval de o lună este unu; pentru cel de-al doilea şi cel de-al treilea grup, numărul drepturilor de vot care se rotesc la fiecare interval de o lună este egal cu diferenţa dintre numărul guvernatorilor alocat grupului şi numărul drepturilor de vot atribuite acestuia, minus doi. De la data la care numărul guvernatorilor ajunge la douăzeci şi doi, rotaţia în cadrul celui de-al treilea grup începe cu un punct aleatoriu din listă. Consiliul guvernatorilor poate decide să modifice ordinea rotaţiei pentru cel de-al doilea şi al treilea grup pentru a evita ca anumiţi guvernatori să fie întotdeauna fără drept de vot în aceiaşi perioadă a anului.

Tabelul 6. Sistemul de rotaţie cu trei grupuri

		Număr total de guvernatori					
		22	23	24	25	26	27
Primul grup	guvernatori	5	5	5	5	5	5
	voturi	4	4	4	4	4	4
	Frecvenţa voturilor	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Al doilea grup	guvernatori	11	12	12	13	13	14
	voturi	8	8	8	8	8	8
	Frecvenţa voturilor	73%	67%	67%	62%	62%	57%
Al treilea grup	guvernatori	6	6	7	7	8	8
	voturi	3	3	3	3	3	3
	Frecvenţa voturilor	50%	50%	43%	43%	38%	38%

Sursa: ECB – *Montlly Bulletin*, July, 2009, p. 92, http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200907en.pdf

[155] Banca Centrală Europeană – Decizia Băncii Centrale Europene din 19 martie 2009 de modificare a Deciziei BCE/2004/2 din 19 februarie de adoptare a Regulamentului de procedură al Băncii Centrale Europene, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene L100 din 18.4.2009, http://www.ecb.int/ecb/legal/date/2009/html/index.ro.html,

Comitetul executiv reprezintă organul de decizie operaţional al BCE şi al Eurosistemului şi este format din preşedintele BCE, vicepreşedinte şi alţi patru membri (a se vedea caseta de mai jos). Potrivit Tratatului de instituire a Comunităţii Europene (articolul 112), toţi membri Comitetului Executiv sunt numiţi de comun acord de către şefii de stat sau de guvern ai ţărilor din zona euro, la recomandarea Consiliului UE şi după consultarea Parlamentului European şi a Consiliului Guvernatorilor BCE, dintre persoane a căror autoritate şi experienţă profesională în domeniul monetar şi bancar sunt recunoscute. Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene (articolul 283) prevede expres ca numirea să se realizeze de Consiliul European, care hotăreşte cu majoritate calificată, la recomandarea Consiliului şi după consultarea Parlamentului European şi a Consiliului Guvernatorilor BCE. Comitetul Executiv se reuneşte, de regulă, o dată pe săptămână. Membri Comitetului Executiv au un mandat de 8 ani, care nu se poate reînnoi. Deciziile Comitetului Executiv sunt adoptate cu majoritatea simplă a voturilor exprimate iar, în caz de egalitate, votul preşedintelui este decisiv. Fiecare membru al Comitetului Executiv prezent la şedinţe are dreptul să voteze şi dispune de un vot.

Membri Comitetului Executiv[156]:
- preşedinte: **Jean-Claude Trichet**; mandat: 1 nov. 2003 - 31 oct. 2011 (anterior Wim Duisenberg; mandat: 1 iun. 1998 - 31 oct. 2003;
- vicepreşedinte: **Lucas Papademos**; mandat: 1 iun. 2002 - 31 mai 2010 (anterior Christian Noyer; mandat: 1 iun. 1998 - 31 mai 2002);
- membru: **Gertrude Tumpel-Gugerell**; mandat: 1 iun. 2003 - 31 mai 2011 (anterior Sirkka Hämäläinen; mandat: 1 iun. 1998 - 31 mai 2003);
- membru: **José Manuel González-Páramo**; mandat: 1 iun. 2004 - 31 mai 2012 (anterior Eugenio Domingo Solans; mandat: 1 iun. 1998 - 31 mai 2004);
- membru: **Lorenzo Bini Smaghi**; mandat: 1 iun. 2005 - 31 mai 2013 (anterior Tommaso Padoa-Schioppa; mandat: 1 iun. 1998 - 31 mai 2005);
- membru: **Jürgen Stark**; mandat: 1 iun. 2006 - 31 mai 2014 (anterior Otmar Issing; mandat: 1 iun. 1998 - 31 mai 2006).

Principalele responsabilităţi ale Comitetului Executiv sunt:

- ✓ **pregăteşte reuniunile Consiliului Guvernatorilor;**
- ✓ **aplică politica monetară pentru zona euro,** în conformitate cu orientările specificate şi deciziile adoptate de Consiliul Guvernatorilor. În acest context, Comitetul Executiv transmite instrucţiunile necesare băncilor centrale naţionale ale statelor din zona euro;
- ✓ **asigură gestiunea activităţilor curente ale BCE;**
- ✓ **exercită anumite competenţe, inclusiv de natură reglementară, delegate de către Consiliul Guvernatorilor.**

Consiliul General asigură legătura insituţională dintre Eurosistem şi BCN ale statelor membre ale UE, dar care nu fac parte din zona euro şi funcţionează

[156] http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/eb/html/index.ro.html

atâta timp cât vor exista membri ai UE care nu au adoptat moneda euro. Prin urmare, Consiliul General va fi dizolvat după ce toate statele membre ale UE vor adopta moneda unică. Acest organ decizional al BCE este constituit din: preşedintele, vicepreşedintele BCE şi guvernatorii băncilor centrale naţionale ale tuturor statelor membre ale UE (de la 1 ianuarie 2007 sunt 27 de BCN). Ceilalţi membri ai Comitetului Executiv, preşedintele Consiliului UE, precum şi un membru al Comisiei Europene pot participa la reuniunile Consiliului General, dar nu au drept de vot. De regulă, Consiliul se întruneşte în fiecare trimestru, iar deciziile sunt adoptate cu majoritate simplă.

Membri Consiliul General[157]:
- Jean-Claude Trichet – preşedintele BCE;
- Lucas D. Papademos – vicepreşedintele BCE;
- Guy Quaden – guvernator,Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique;
- Ivan Iskrov – guvernator, Bulgarian National Bank;
- Zdeněk Tůma – guvernator, Česká národní banka;
- Nils Bernstein – guvernator, Danmarks Nationalbank;
- Axel A. Weber – preşedinte, Deutsche Bundesbank;
- Andres Lipstok – guvernator, Eesti Pank;
- John Hurley – guvernator, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland;
- Georgios Provopoulos – guvernator, Bank of Greece;
- Miguel Fernández Ordóñez – guvernator, Banco de España;
- Christian Noyer – guvernator, Banque de France;
- Mario Draghi – guvernator, Banca d'Italia;
- Athanasios Orphanides – guvernator, Central Bank of Cyprus;
- Ilmārs Rimšēvičs – guvernator, Latvijas Banka;
- Reinoldijus Šarkinas – preşedintele Consiliului de Administraţie, Lietuvos bankas;
- Yves Mersch – guvernator, Banque centrale du Luxembourg;
- András Simor – preşedinte, Magyar Nemzeti Bank;
- Michael C. Bonello – guvernator, Central Bank of Malta;
- Nout Wellink – preşedinte, De Nederlandsche Bank;
- Ewald Nowotny – guvernator, Oesterreichische Nationalbank;
- Sławomir Skrzypek – preşedinte, Narodowy Bank Polski;
- Vitor Manuel Ribeiro Constâncio – guvernator, Banco de Portugal;
- Mugur Isărescu – guvernator, Banca Naţională a României;
- Marko Kranjec – guvernator, Banka Slovenije;
- Ivan Šramko – guvernator, Národná banka Slovenska;
- Erkki Liikanen – guvernator, Suomen Pankki - Finlands Bank;
- Stefan Ingves – guvernator, Sveriges Riksbank;
- Mervyn King – guvernator, Bank of England.

Consiliul General nu are responsabilităţi în ceea ce priveşte deciziile de politică monetară în zona euro. Acesta a preluat unele atribuţii de la Institutul Monetar European (IME), pe care BCE trebuie să le realizeze în cea de-a treia

[157]http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/genc/html/index.ro.html

etapă a UEM, atât timp cât există state membre ale UE care nu au adoptat încă moneda euro.

Consiliul General are ca **responsabilităţi principale**:

- **raportarea progreselor înregistrate pe calea convergenţei de către statele membre ale UE, care nu au adoptat încă moneda euro;**
- **consilierea cu privire la pregătirile necesare pentru fixarea irevocabilă a cursurilor de schimb ale monedelor statelor membre cu derogare de la adoptarea monedei euro;**
- **monitorizarea funcţionării Mecanismului Cursului de Schimb II** (MCS II). În acest sens, Consiliul General evaluează sustenabilitatea cursului de schimb bilateral între fiecare monedă participantă din afara zonei euro şi moneda euro, asigură coordonarea politicii monetare şi a cursului de schimb în UE, administrează mecanismele de intervenţie şi de finanţare în cadrul MCS II.

De asemenea, Consiliul General contribuie la:

- exercitarea funcţiilor consultative ale BCE;
- colectarea datelor statistice;
- pregătirea rapoartelor anuale ale BCE;
- stabilirea normelor necesare pentru standardizarea procedurilor contabile şi raportarea operaţiunilor efectuate de BCN;
- stabilirea unor măsuri privind determinarea grilei de repartiţie a subscrierii la capitalul BCE;
- stabilirea condiţiilor de angajare a personalului BCE.

Activităţile organelor de decizie ale BCE sunt susţinute de către comitetele Eurosistemului/SEBC, care sunt stabilite de Consiliul Guvernatorilor (a se vedea caseta de mai jos). Ele sunt formate, în general, din membri ai BCE şi ai BCN ale Eurosistemului. Însă, la reuniunile comitetelor pot să participe şi experţi numiţi de BCN ale statelor din afara zonei euro, în cazul în care un comitet supune dezbaterilor aspecte care ţin de competenţa Consiliului General. De asemenea, pot să fie invitaţi la şedinţele comitetelor şi reprezentanţi ai alor organisme competente, cum ar fi autorităţile de supraveghere naţionale, în cazul Comitetului de supraveghere bancară.

Comitetele Eurosistemului/SEBC[158]

La finele anului 2008, existau 13 Comitete ale Eurosistemului/SEBC, şi anume: Comitetul de contabilitate şi venituri monetare, Comitetul de supraveghere bancară, Comitetul pentru bancnote, Comitetul pentru metodologia costurilor, Comitetul de Comunicare al Eurosistemului/SEBC, Comitetul pentru tehnologia informaţiei, Comitetul auditorilor interni, Comitetul de relaţii internaţionale, Comitetul juridic, Comitetul pentru operaţiuni de piaţă, Comitetul de politică monetară, Comitetul pentru sisteme de plăţi şi de decontare, Comitetul de statistică. În 1998, Consiliul Guvernatorilor a înfiinţat un Comitet pentru buget (format din membri ai BCE şi ai BCN din Eurosistem), care-l asistă în probleme privind bugetul BCE. În anul 2005, a fost înfiinţată Conferinţa privind resursele umane (formată din şefii de personal din toate

[158] ECB – *Annual Report*, 2008, pp. 203-204, http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf.

băncile centrale din UE), care vizează promovarea cooperării şi a spiritului de echipă între băncile centrale din SEBC în domeniul managementului resurselor umane. Mandatele comitetelor sunt stabilite de Consiliul Guvernatorilor, căruia comitetele îi raportează prin intermediul Comitetului Executiv.

Banca Centrală Europeană

BCE a fost înfiinţată la data de 1 iunie 1998 (fiind considerată una din cele mai tinere bănci centrale din lume) la Frankfurt pe Main, în Germania şi a preluat funcţiile predecesorului său, Institutul Monetar European. Totodată, BCE este o instituţie supranaţională dotată cu personalitate juridică şi se află în centrul Eurosistemului şi al SEBC.

De la 1 ianuarie 1999, BCE, considerată „emitentul şi paznicul constituţional al monedei euro", este responsabilă de elaborarea politicii monetare în zona euro.

Potrivit Statutului SEBC, BCE supraveghează ca misiunile Eurosistemului să fie realizate prin propriile sale activităţi sau prin băncile centrale naţionale. În acest context, **BCE îndeplineşte mai multe funcţii specifice**, printre care[159]:

- ✓ reprezintă organul de decizie al SEBC şi al Eurosistemului;
- ✓ asigură definirea politicii monetare în zona euro şi implementarea coerentă a deciziilor de politică monetară;
- ✓ autorizează emiterea de bancnote. BCE este singura instituţie abilitată să autorizeze emiterea de bancnote în zona euro;
- ✓ adoptă acte juridice. Organele de decizie ale BCE pot să emită, în limite clar definite, acte juridice obligatorii în interiorul Eurosistemului, precum şi orientări şi instrucţiuni pentru a se asigura efectuarea de BCN a operaţiunilor descentralizate;
- ✓ dispune de dreptul de iniţiativă în materie de legislaţie comunitară şi de consiliere a instituţiilor comunitare şi a statelor membre ale UE. BCE poate să adopte recomandări şi „avize" privind proiectele legislative comunitare şi naţionale, în cazul în care acestea vizează aria sa de competenţă;
- ✓ supraveghează modul în care se respectă interzicerea finanţării monetare a statului şi a accesului privilegiat al autorităţilor publice, instituţiilor sau organelor comunitare la instituţiile financiare;
- ✓ exercită atribuţiile Institutului Monetar European, care trebuie îndeplinite în faza a treia a UEM deoarece sunt state membre ale UE care nu participă la UEM. În acest sens, BCE urmăreşte să realizeze pregătirile necesare în vederea integrării BCN ale noilor state membre în SEBC şi în Eurosistem.

Capitalul BCE este subscris de băncile centrale naţionale ale tuturor statelor membre ale UE, în funcţie de cotele lor în grila de repartiţie. Potrivit Statutului SEBC şi al BCE, *cotele BCN în grila de repartiţie pentru capitalul BCE sunt ponderate cu cotele respectivelor state membre în populaţia şi*

[159] Hanspeter, K. Scheller – *op. cit.*, p. 48, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrole functions2006en.pdf.

produsul intern brut al UE, în proporţii egale, pe baza datelor comunicate BCE de către Comisia Europeană.

Grila de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE a fost stabilită pentru prima dată în 1998 (când a fost creată BCE) şi este revizuită o dată la cinci ani sau ori de câte ori noi state membre aderă la UE. De la 1 ianuarie 1999, când a debutat a treia etapă a Uniunii Economice şi Monetare, grila de repartiţie a capitalului s-a modificat de patru ori: la 1 ianuarie 2004 şi la 1 ianuarie 2009 s-a efectuat o actualizare cincinală; celelalte două modificări au fost efectuate la 1 mai 2004 (când au aderat la UE 10 state, şi anume: Cehia, Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacia, Slovenia şi Ungaria) şi la 1 ianuarie 2007 (cu ocazia aderării la UE a Bulgariei şi României).

În funcţie de grila de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE se determină atât subscrierea BCN ale statelor membre ale UE cât şi modul de repartizare a drepturilor şi obligaţiilor financiare între BCN ale statelor membre ale zonei euro.

BCN ale Eurosistemului trebuie să verse integral capitalul subscris, iar BCN ale statelor membre ale UE, dar care nu participă la zona euro trebuie să verse un procent minim (7% de la 1 mai 2004[160]), cu titlu de participare la cheltuielile de funcţionare ale BCE.

Grila de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE şi capitalul vărsat de băncile centrale naţionale ale statelor membre ale UE pot fi urmărite pe baza datelor din tabelul 7.

Grila de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE. Potrivit Statutului SEBC, capitalul subscris al BCE se majorează automat atunci când un nou stat membru aderă la UE, iar banca centrală naţională a statului respectiv aderă la SEBC. Creşterea se calculează prin înmulţirea valorii curente a capitalului subscris cu raportul, în cadrul grilei extinse de repartiţie pentru subscrierea la capital, dintre ponderile BCN recent aderate şi ponderile BCN care erau deja membre ale SEBC. La 1 ianuarie 2007, odată cu aderarea Băncii Naţionale a Bulgariei şi a Băncii Naţionale a României la SEBC, capitalul subscris al BCE a fost majorat la 5.760.652.403 EUR (de la 5.565.000.000 EUR).

Profiturile şi pierderile nete ale BCE sunt repartizate între BCN din zona euro, conform prevederilor articolului 33 din Statutul SEBC şi al BCE. Astfel, profitul net al BCE se transferă în următoarea ordine:

- o sumă stabilită de Consiliul Guvernatorilor şi care nu poate depăşi 20% din profitul net este transferată la fondul general de rezervă în limita a 100% din capital;
- profitul net rămas se distribuie acţionarilor BCE proporţional cu cotele vărsate la capital.

[160] faţă de 5%, procent minim stabilit în momentul primei subscrieri la capital, la finele anului 1998.

În cazul în care BCE înregistrază o pierdere, aceasta se acoperă din fondul general de rezervă al BCE şi, dacă este necesar, după decizia Consiliului Guvernatorilor, din veniturile monetare aferente exerciţiului financiar respectiv, proporţional cu şi în limita veniturilor monetare repartizate băncilor centrale naţionale.

Băncile centrale naţionale din afara zonei euro nu au dreptul să participe la repartizarea profiturilor BCE şi nici nu sunt răspunzătoare pentru acoperirea pierderilor BCE.

Tabelul 7. Grila de repartiţie pentru subscrierea la capitalul BCE şi capitalul vărsat de BCN ale statelor membre ale UE

Bănci centrale naţionale	Grila de repartiţie (%)		Capitalul vărsat (EUR)	
	de la 1 ian. 2007	de la 1 ian. 2009	de la 1 ian. 2007	de la 1 ian. 2009
Bănci centrale naţionale din zona euro				
Banca Naţională a Belgiei	2,4708	2,4256	142.334.199,56	139.730.384,68
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373	1.182.149.240,19	1.090.912.027,43
Banca Centrală a Irlandei	0,8885	1,1107	51.183.396,60	63.983.566,24
Banca Greciei	1,8168	1,9649	104.659.532,85	113.191.059,06
Banca Spaniei	7,5498	8,3040	434.917.735,09	478 364 575,51
Banca Franţei	14,3875	14,2212	828.813.864,42	819.233.899,48
Banca Italiei	12,5297	12,4966	721.792.464,09	719.885.688,14
Banca Centrală a Ciprului*	0,13	0,1369	503.653,84	7.886.333,14
Banca Centrală a Luxemburgului	0,1575	0,1747	9.073.027,53	10.063.859,75
Banca Centrală a Maltei	0,0622	0,0632	250.818,81	3.640.732,32
Banca Olandei	3,8937	3,9882	224.302.522,60	229.746.339,12
Banca Naţională a Austriei	2,0159	1,9417	116.128.991,78	111.854.587,70
Banca Portugaliei	1,7137	1,7504	98.720.300,22	100.834.459,65
Banca Sloveniei	0,3194	0,3288	18.399.523,77	18.941.025,10
Banca Naţională a Slovaciei	0,6765	0,6934	2 727 956,95	39.944.363,76
Banca Finlandei	1,2448	1,2539	71 708 601,11	72.232.820,48
Subtotal BCN din zona euro*	69,5092	69,7915	4.004.183.399,81	4.020.445.721,56
Bănci centrale naţionale din afara zonei euro				
Banca Naţională a Bulgariei	0,8833	0,8686	3.561.868,99	3.502.591,87
Banca Naţională a Cehiei	1,3880	1,4472	5.597.049,87	5.835.771,31

Bănci centrale naţionale	Grila de repartiţie (%)		Capitalul vărsat (EUR)	
	de la 1 ian. 2007	de la 1 ian. 2009	de la 1 ian. 2007	de la 1 ian. 2009
Banca Naţională a Danemarcei	1,5138	1,4835	6.104.332,92	5.982.149,49
Banca Estoniei	0,1703	0,1790	686.727,37	721.809,75
Banca Letoniei	0,2813	0,2837	1.134.330,06	1.144.007,96
Banca Lituaniei	0,4178	0,4256	1.684.760,40	1.716.213,56
Banca Naţională a Ungariei	1,3141	1,3856	5.299.051,33	5.587.371,98
Banca Naţională a Poloniei	4,8748	4,8954	19.657.419,83	19.740.488,44
Banca Naţională a României	2,5188	2,4645	10.156.951,89	9.937.989,49
Banca Suediei	2,3313	2,2582	9.400.866,26	9.106.093,68
Banca Angliei	13,9337	14,5172	56.187.041,67	58.539.980,14
Subtotal BCN din afara zonei euro	30,4908	30,2085	122.952.830,19	121.814.467,67
Total	**100**	**100**	**4.127.136.230,00**	**4.142.260.189,23**

* La 1 ianuarie 2007, Banca Sloveniei aderă la Eurosistem; la 1 ianuarie 2008 aderă Banca Centrală a Ciprului şi a Maltei, iar la 1 ianuarie 2009 adera Banca Naţională a Slovaciei.

Sursa: http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html

Băncile Centrale Naţionale – parte integrantă a Eurosistemului

Băncile centrale naţionale ale statelor membre ale zonei euro, fac parte integrantă din Eurosistem şi au personalitate juridică în conformitate cu legislaţia din ţările respective. Ele îndeplinesc atribuţiile încredinţate Eurosistemului, conform orientărilor şi instrucţiunilor BCE. De asemenea, BCN contribuie la activitatea Eurosistemului şi a SEBC prin participarea la diverse comitete ale acestora. Guvernatorii BCN ale Eurosistemului sunt membri de drept ai Consiliului Guvernatorilor BCE.

Repartizarea competenţelor în cadrul Eurosistemului a avut la bază **principiul descentralizării**, conform căruia BCE apelează la BCN, în măsura considerată posibilă şi adecvată, pentru a efectua operaţiunile implicate de atribuţiile Eurosistemului.

Descentralizarea Eurosistemului prezintă anumite avantaje semnificative, printre care[161]:

✓ *BCE beneficiază de competenţele, infrastructura şi capacităţile operaţionale ale băncilor centrale naţionale din Eurosistem*;

[161] ECB – *Monthly Bulletin 10 th anniversary of the ECB*, 2008, p. 9, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf?

✓*băncile centrale naţionale facilitează comunicarea dintre BCE şi cetăţenii din zona euro*, deoarece utilizează limbile ţărilor din care provin şi cunosc culturile acestora;

✓*băncile centrale naţionale asigură instituţiilor de credit din fiecare ţară accesul la reţeaua de bănci centrale*, ceea ce constituie un aspect important, având în vedere dimensiunea zonei euro şi relaţiile de lungă durată dintre comunităţile bancare naţionale şi băncile centrale naţionale respective.

BCN ale Eurosistemului efectuează operaţiuni de politică monetară, asigură decontarea plăţilor scripturale interne şi transfrontaliere, supraveghează sistemele naţionale de plăţi, realizează operaţiuni de gestionare a rezervelor internaţionale în nume propriu şi în calitate de agenţi ai BCE. De asemenea, ele răspund în mare măsură de colectarea de date statistice naţionale, precum şi de emiterea şi procesarea bancnotelor euro în respectivele ţări, asigură explicarea către public a deciziilor de politică monetară, analizează şi prezintă impactul politicii monetare unice asupra economiei naţionale.

BCN pot să îndeplinească pe propria răspundere şi funcţii care nu au legătură cu Eurosistemul, cu excepţia cazurilor în care Consiliul Guvernatorilor consideră că funcţiile respective sunt incompatibile cu obiectivele şi atribuţiile Eurosistemului. Asemenea funcţii variază de la o ţară la alta, conform legislaţiei naţionale. De exemplu, anumite BCN sunt implicate în supravegherea instituţiilor financiare din ţările lor şi/sau îndeplinesc rolul de trezorier al statului.

Independente de puterea politică, BCN nu au libertate deplină de acţiune pentru că deciziile sunt adoptate la nivelul BCE, cu toate că ele participă întrucât guvernatorii lor sunt membri ai Consiliului Guvernatorilor BCE.

Băncile Centrale Naţionale ale statelor membre ale UE, care nu participă la zona euro

BCN ale statelor membre ale UE, care nu participă la zona euro, sunt parte integrantă a SEBC şi au un statut special, fiind responsabile cu politica monetară naţională respectivă. Guvernatorii lor nu sunt membri ai Consiliului Guvernatorilor BCE şi nu participă la procesul de adoptare a deciziilor cu privire la activităţile centrale ale Eurosistemului. Astfel, BCN respective nu sunt implicate în realizarea politicii monetare unice şi a funcţiilor legate de aceasta. Pe de altă parte, apartenenţa lor la SEBC implică o strânsă colaborare (prin Consiliul General al BCE) cu Eurosistemul în anumite domenii. De pildă, prin participarea la Mecanismului Cursului de Schimb II, BCN ale statelor membre ale UE, care nu fac parte din zona euro cooperează cu Eurosistemul în materie de politică monetară şi de curs de schimb. De asemenea, potrivit Statutului SEBC, toate BCN ale statelor membre ale UE trebuie să-şi aducă contribuţia la colectarea datelor statistice şi să coopereze cu BCE în scopul elaborării lucrărilor statistice ale acesteia.

Independența BCE și a BCN ale Eurosistemului

Independența băncilor centrale reprezintă unul din principiile fundamentale prevăzute în Tratatul privind instituirea Comunității Europene (inclusiv în Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene) și în Statutul SEBC și al BCE în vederea asigurării unei bune funcționări a SEBC și a Eurosistemului. De asemenea, respectarea acestui principiu constituie obiectul unei evaluări în vederea aderării unei țări membre a UE la zona euro.

Importanța acordată asigurării independenței băncilor centrale se justifică, atât prin prisma analizelor teoretice, cât și a experiențelor practice, care demonstrează că o bancă centrală independentă reprezintă un factor de menținere a stabilității prețurilor și, totodată, este percepută de către public ca fiind mai credibilă comparativ cu o bancă centrală dependentă de guvern.

Conceptul de independență include mai multe componente, și anume:

- **independența instituțională**

Principiul independenței instituționale este prevăzut în mod expres în articolul 108 din Tratatul de instituire a Comunității Europene (respectiv articolul 130 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene) și în articolul 7 din Statutul SEBC. **Aceste prevederi interzic BCE, BCN și membrilor organelor de decizie ale acestora să solicite sau să primească instrucțiuni** de la instituțiile, organele, oficiile sau agențiile Uniunii sau de la autoritățile unui stat membru sau de la orice alt organism. Totodată, se interzice instituțiilor, organelor, oficiilor sau agențiilor Uniunii, precum și guvernelor statelor membre să încerce să influențeze membri organelor de decizie ale BCE sau ale BCN în îndeplinirea misiunii lor.

Independența instituțională nu exclude dialogul și răspunderea față de instituțiile europene (Parlamentul European, Consiliul Europei etc.).

Tratatul de instituire a Comunității Europene (inclusiv Tratatul privind funcționarea UE), precum și Statutul SEBC și al BCE prevăd *cerințe stricte de raportare ale BCE* către Parlamentul European, Consiliul UE, Comisia Europeană, Consiliul Europei, precum și obligativitatea informării publicului. Astfel, potrivit articolului 113 din Tratatul de instituire a Comunității Europene (respectiv, articolul 284, aliniatul 1 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene) și articolului 15.3 din Statutul SEBC și al BCE, BCE prezintă Parlamentului European, Consiliului UE, Comisiei Europene, precum și Consiliului European un raport anual privind activitatea SEBC și politica monetară din anul precedent și din anul în curs. De asemenea, președintele BCE și ceilalți membri ai Comitetului executiv pot, la cererea Parlamentului European sau din propria inițiativă, să fie audiați de comisiile competente ale Parlamentului European.

- **independența funcțională**

Eurosistemul este independent și pe plan funcțional. Astfel, BCE și BCN dispun de toate mijloacele și instrumentele necesare pentru aplicarea unei

politici monetare eficiente şi sunt autorizate să decidă, în mod independent, asupra momentului şi modului de folosire a acestora.

- **independenţa personală**

Statutul SEBC şi al BCE prevede durata mandatului membrilor organelor de decizie ale BCE, astfel:

✓ un mandat cu o durată minimă de cinci ani pentru guvernatorii BCN, cu posibilitatea de reînoire;

✓ un mandat cu o durată fixă de opt ani, care nu poate fi reînoit pentru membrii Comitetului Executiv al BCE;

✓ demiterea din funcţii a membrilor Comitetului Executiv doar în caz de incompetenţă sau greşeli grave de conduită.

- **independenţa financiară**

BCE şi BCN dispun de propriile resurse financiare. BCE are capital propriu, subscris şi vărsat de către BCN. De asemenea, dispune de propriul său buget, independent de bugetul celorlalte instituţii europene. Cu privire la BCN, statele membre nu trebuie să le pună în situaţia de a nu dispune de resurse suficiente pentru a-şi îndeplini atribuţiile naţionale şi cele legate de SEBC.

Independenţa financiară se apreciază şi prin prisma măsurii în care Eurosistemul finanţează prin credite cheltuielile guvernamentale. Astfel, potrivit articolului 101 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (respectiv articolul 123 din Tratatul privind funcţionarea UE) şi articolului 21 din Statutul SEBC se interzice BCE şi BCN să acorde credite pe descoperit de cont sau orice fel de facilitate de credit instituţiilor şi celorlalte organe ale Uniunii, administraţiilor publice centrale, regionale sau locale, celorlalte autorităţi publice, organisme sau întreprinderi publice din statele membre. De asemenea, se interzice cumpărarea de titluri de creanţă de la acestea de către BCE sau de către băncile centrale naţionale.

BCE este considerată cea mai independentă bancă centrală creată vreodată. O asemenea afirmaţie are în vedere misiunea lipsită de orice echivoc şi independenţa faţă de organele comunitare sau naţionale. Însă, independenţa reală este confirmată numai de aplicarea în practică a tuturor prevederilor statutare.

6.3. Obiectivele şi atribuţiile Eurosistemului

Obiectivele şi atribuţiile SEBC şi ale Eurosistemului sunt prevăzute în Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (Tratatul privind funcţionarea UE) şi în Statutul SEBC şi al BCE. Textul tratatului se referă la SEBC şi nu la Eurosistem, fiind elaborat plecând de la premisa că, în cele din urmă, toate statele membre ale UE vor adopta moneda euro. Însă, până în acel moment, obiectivele şi atribuţiile specificate prin tratat vor fi îndeplinite de Eurosistem.

Potrivit articolului 105 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (respectiv articolul 127 din Tratatul privind funcţionarea UE), Eurosistemul are ca principal obiectiv **menţinerea stabilităţii preţurilor**, condiţie esenţială pentru dezvoltarea armonioasă şi echilibrată a economiilor ţărilor comunitare (Uniunii). Totodată, fără să aducă atingere acestui obiectiv, Eurosistemul trebuie să susţină politicile economice generale ale Comunităţii (Uniunii), pentru a contribui la realizarea obiectivelor acesteia (prevăzute în articolul 2 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene respectiv, potrivit modificărilor aduse de Tratatul de la Lisabona, în articolul 3 din Tratatul privind Uniunea Europeană şi prezentate în caseta de mai jos).

Articolul 2 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (redenumire dată Tratatului de instituire a CEE, modificat de Tratatul Uniunii Europene sau Tratatul de la Maastricht)[162]:

Comunitatea are ca misiune să promoveze dezvoltarea armonioasă şi echilibrată a activităţilor economice în ansamblu Comunităţii, o creştere durabilă şi neinflaţionistă, un grad ridicat de convergenţă a performanţelor economice, un nivel de ocupare a forţei de muncă şi de protecţie socială ridicat, creşterea nivelului şi a calităţii vieţii, coeziunea economică şi socială şi solidaritatea între statele membre.

Articolul 3 din Tratatul privind UE (modificat de Tratatul de la Lisabona, semnat la 13 decembrie 2007)[163]:

Uniunea acţionează pentru dezvoltarea durabilă a Europei, întemeiată pe o creştere economică echilibrată şi pe stabilitatea preţurilor, pe o economie socială de piaţă cu un grad ridicat de competitivitate, care tinde spre ocuparea deplină a forţei de muncă şi spre progres social, precum şi pe un nivel înalt de protecţie şi de îmbunătăţire a calităţii mediului.

Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (respectiv Tratatul privind funcţionarea UE) *realizează o ierarhizare a obiectivelor Eurosistemului şi atribuie o importanţă primordială stabilităţii preţurilor*. Prin stabilirea acestui obiectiv principal pentru politica monetară a BCE, se apreciază că aceasta îşi aduce cea mai importantă contribuţie la realizarea unei creşteri economice durabile şi neinflaţioniste şi a unui grad ridicat de ocupare a forţei de muncă.

În vederea realizării obiectivelor sale, Eurosistemul trebuie să acţioneze în conformitate cu principiul economiei de piaţă deschisă, în care concurenţa este liberă, favorizând alocarea eficientă a resurselor.

Potrivit Tratatului[164] şi a Statutului SEBC[165], **Eurosistemul are ca atribuţii fundamentale**:

---

[162] European Union – *Treaty on European Union*, Journal of the European Union, N° C 321E din 29.12.2006, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/maastricht_en.pdf.

[163] European Union – *Consolidated Version of the Treaty on European Union*, Official Journal of the European Union, n° C115/9.5.2008, http://eur-lex.europa.eu/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0013:0045:EN:PDF.

- **definirea şi aplicarea în practică a politicii monetare unice.** Politica monetară unică este definită de Consiliul Guvernatorilor BCE şi implementată descentralizat şi armonizat de către BCN.
- **derularea operaţiunilor de schimb valutar;**

Principala categorie de operaţiuni de schimb valutar a Eurosistemului o reprezintă intervenţiile pe pieţele valutare. Aceste operaţiuni se realizează pe baza rezervelor valutare ale BCE şi pot să fie efectuate, fie în cadrul Mecanismului Cursului de Schimb II, fie în cadrul politicii de curs de schimb a zonei euro.

- **deţinerea şi administrarea rezervelor valutare oficiale ale statelor membre ale Uniunii Monetare;**

BCE deţine active externe de rezervă transferate la dispoziţia sa de către BCN (85% în valută şi 15% în aur). În schimbul activelor externe de rezervă transferate de către BCN (proporţional cu participarea lor la capitalul subscris al BCE) la dispoziţia BCE, acestea deţin creanţe în euro, asupra BCE, purtătoare de dobândă. În prezent, rezervele internaţionale ale BCE sunt administrate descentralizat de către BCN, care acţionează în numele BCE, conform instrucţiunilor primite din partea acesteia. BCN îşi administrează independent propriile active externe de rezervă, însă operaţiunile cu aceste active sunt, dincolo de un anumit prag, supuse aprobării BCE.

Rezervele valutare ale BCE şi ale BCN[166].
Rezervele valutare ale BCE trebuie să fie administrate în aşa fel încât să dispună de un nivel suficient, care să-i permită realizarea intervenţiilor pe pieţele valutare. Operaţiunile de schimb valutar efectuate de către BCN pe baza rezervelor proprii trebuie să fie aprobate de BCE în vederea asigurării coerenţei cu politica monetară şi de curs de schimb a acesteia. O asemenea obligaţie se aplică numai în cazul operaţiunilor care pot să influenţeze cursul de schimb sau condiţiile lichidităţii interne şi în cazul depăşirii limitelor stabilite prin orientările BCE. Operaţiunile de plasament efectuate de către BCN pe pieţele de capitaluri străine nu sunt supuse unei autorizări prealabile pentru că nu influenţează politica monetară şi de curs de schimb a BCE. De asemenea, nu sunt supuse autorizării, operaţiunile efectuate de către BCN în contul lor sau al guvernelor naţionale în vederea îndeplinirii unor obligaţii faţă de organismele internaţionale (BRI, FMI etc.).

- **promovarea bunei funcţionări a sistemelor de plăţi;**

Atribuirea unei asemenea misiuni Eurosistemului reflectă importanţa pe care o au sistemele de plăţi solide şi efciente atât pentru politica monetară, cât şi pentru economie în ansamblu.

---

[164] articolul 105, aliniatul 2 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene, respectiv articolul 127 din Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene.
[165] articolul 3, aliniatul 1.
[166] Scheller, Hanspeter K. – *op. cit.*, pp. 95 – 97, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrole functions2006en.pdf.

Pe lângă atribuţiile de bază prezentate anterior, *Eurosistemul îndeplineşte şi alte atribuţii*, cum ar fi:

✓ *emisiunea de bancnote;*

BCE are dreptul exclusiv de a autoriza emiterea de bancnote în zona euro.

✓ *contribuţia la supravegherea prudenţială a instituţiilor de credit şi la stabilitatea sistemului financiar;*

Deşi responsabilitatea directă pentru supravegherea bancară şi stabilitatea financiară revine autorităţilor competente din fiecare stat membru al UE, potrivit articolului 105 din Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (respectiv articolul 127 din Tratatul privind funcţionarea UE), *Eurosistemului îi revine misiunea „de a contribui la buna desfăşurare a politicilor promovate de autorităţile responsabile cu supravegherea prudenţială a instituţiilor de credit şi cu stabilitatea sistemului financiar".* Această misiune încredinţată Eurosistemului vizează trei activităţi principale[167]:

- **monitorizarea stabilităţii sistemului financiar**, prin care se urmăreşte identificarea riscurilor şi evaluarea gradului de rezistenţă a sistemului financiar din zona euro la posibile şocuri. Evaluarea se realizează de către Eurosistem, în colaborare cu agenţiile de supraveghere şi cu băncile centrale naţionale din UE care au reprezentanţi în Comitetul de supraveghere bancară al SEBC.

- **furnizarea de consultanţă** autorităţilor competente cu privire la conceperea şi modificarea regulilor şi a obligaţiilor de supraveghere. Această activitate se desfăşoară, în mare parte, prin participarea BCE la organismele internaţionale şi europene de reglementare şi supraveghere, cum ar fi Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, Comitetul bancar european, Comitetul european al autorităţilor de supraveghere în domeniul bancar.

- **promovarea cooperării între băncile centrale şi autorităţile de supraveghere din UE pe probleme de interes comun** (de exemplu, supravegherea sistemelor de plăţi, gestiunea crizelor financiare). Promovarea cooperării şi schimburile frecvente de informaţii reprezintă una din premisele pentru menţinerea stabilităţii financiare atât în situaţii normale, cât şi în situaţii de criză.

Toate cele trei activităţi menţionate se desfăşoară cu asistenţa Comitetului de supraveghere bancară, care reuneşte experţi ai băncilor centrale şi ai autorităţii de supraveghere din Uniunea Europeană.

✓ *colectarea informaţiilor statistice;*

BCE, în cooperare cu BCN, elaborează şi publică statistici financiare şi monetare, care stau la baza politicii monetare a zonei euro şi a procesului decizional al BCE.

---

[167] ECB – *The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, 3rd edition, 2009, pp. 30-31, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_en_weben.pdf

BCN colectează date statistice de la instituţii financiare şi din alte surse din ţările respective, calculează agregate la nivel naţional, pe care le transmit BCE, care, la rândul său, calculează agregatele pentru zona euro.

La nivel european, realizarea de statistici este responsabilitatea comună a BCE şi a Comisiei Europene (prin Eurostat – Oficiul pentru statistică al Comunităţii Europene).

✓ *funcţii consultative;*

În anumite condiţii şi limite, BCE trebuie să fie consultată cu privire la orice proiect de act al Uniunii din domeniul său de competenţă. De asemenea, BCE consiliază autorităţile naţionale, în legătură cu proiectele de acte legislative din sfera sa de competenţă.

✓ *cooperare la nivel internaţional;*

Potrivit Statutului SEBC, Consiliul Guvernatorilor BCE decide modul de reprezentare a Eurosistemului în domeniul cooperării internaţionale. BCE şi, cu aprobarea Consiliul Guvernatorilor, BCN sunt autorizate să participe la instituţiile monetare internaţionale.

6.4. Strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene

6.4.1. Stabilitatea preţurilor – obiectiv fundamental al politicii monetare unice

Obiectivul principal al politicii monetare unice, stabilit prin Tratatul de instituire a Comunităţii Europene (redenumit, prin Tratatul de la Lisabona, Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene) îl reprezintă **menţinerea stabilităţii preţurilor**. Atribuirea unui asemenea obiectiv politicii monetare unice s-ar justifica[168]:

- pe de o parte, de deceniile de experienţă practică, precum şi de numeroasele studii economice sugerează că *o politică monetară orientată spre menţinerea stabilităţii preţurilor pe termen lung contribuie la îmbunătăţirea performanţelor economice şi la creşterea nivelului de trai al populaţiei*. De altfel, realitatea economică din numeroase ţări evidenţiază că economiile în care inflaţia este scăzută înregistrează, în medie, o creştere economică reală mult mai rapidă pe termen lung;
- pe de altă parte, de fundamentele teoretice ale politicii monetare (teoria monetaristă), precum şi experienţa dobândită din trecut care, dovedesc că politica monetară poate să influenţeze, în ultimă instanţă, numai nivelul

[168] Scheller, Hanspeter K. – *op. cit.*, p. 45, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrole functions2006en.pdf

preţurilor din economie. Prin urmare, *menţinerea stabilităţii preţurilor este singurul obiectiv pe care politica monetară îl poate atinge pe termen mediu.*

Obiectivul fundamental al BCE de menţinere a stabilităţii preţurilor a fost precizat explicit în Tratatul de instituire a Comunităţii Europene, însă acest document nu a definit semnificaţia termenului de „stabilitate a preţurilor". Astfel, în luna octombrie 1998, Consiliul Guvernatorilor BCE a anunţat o definiţie cantitativă a stabilităţii preţurilor, şi anume *„o creştere anuală a indicelui armonizat al preţurilor de consum (IAPC) pentru zona euro sub nivelul de 2%"; totodată, stabilitatea preţurilor „trebuie să fie menţinută pe termen mediu".*

În luna mai a anului 2003, în urma unei evaluări complete a strategiei de politică monetară a BCE, Consiliul Guvernatorilor a confirmat această definiţie şi a precizat faptul că , prin definiţia dată stabilităţii preţurilor, urmăreşte menţinerea ratei inflaţiei la un nivel inferior, dar apropiat de 2%, pe termen mediu.

Expresia „indicele armonizat al preţurilor de consum (IAPC) pentru zona euro" reflectă că obiectivul de politică monetară al BCE este menţinerea stabilităţii preţurilor în întreaga zonă euro. Recurgerea la un indice armonizat contribuie la transparenţa angajamentului BCE de a asigura protecţie deplină şi eficientă împotriva pierderilor la nivelul puterii de cumpărare a monedei. IAPC, publicat de Eurostat (Biroul de statistică al Comunităţii Europene), este considerat indicele care evaluează cel mai bine variaţiile în timp ale preţurilor pentru un coş reprezentativ de bunuri de consum şi servicii achiziţionate de populaţia zonei euro.

Expresia „inferior nivelului de 2%" evidenţiază stabilirea explicită a unei limite superioare pentru rata inflaţiei, măsurată pe baza IAPC, care este compatibilă cu stabilitatea preţurilor pe termen mediu. Menţionarea expresiei **„apropiat de nivelul de 2%"** sugerează incompatibilitatea deflaţiei cu stabilitatea preţurilor. De asemenea, definiţia cantitativă dată stabilităţii preţurilor ţine seama şi de eventualele distorsiuni în măsurarea IAPC şi de implicaţiile diferenţialelor de inflaţie de natură structurală în cadrul zonei euro.

Expresia „pe termen mediu" semnalizează faptul că politica monetară nu poate efectua, pe termen scurt (în decurs de câteva săptămâni sau luni) reglaje fine la nivelul evoluţiilor preţurilor sau ale inflaţiei. Măsurile de politică monetară se răsfrâng asupra preţurilor după un interval semnificativ de timp, iar amploarea impactului este incertă. Prin urmare, politica monetară nu poate contracara toate şocurile neprevăzute cu efecte pe termen scurt asupra nivelului preţurilor (cum ar fi, de pildă, şocurile provocate de variaţiile preţurilor internaţionale la materii prime). În consecinţă, este inevitabilă manifestarea, pe termen scurt, unui anumit grad de volatilitate a inflaţiei.

Definirea cantitativă a stabilităţii preţurilor prezintă mai multe avantaje, printre care[169]:

---

[169] ECB – *The monetary policy of the ECB*, second edition, 2004, p. 51, http://www.ecb.int /pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf

✓ ***contribuie la transparenţa politicii monetare*** prin clarificarea obiectivului urmărit de aceasta;

✓ ***contribuie la întărirea responsabilităţilor BCE.*** Definiţia cantitativă constituie un reper pentru public, care-i permite să evalueze rezultatele obţinute de BCE. În cazul în care există divergenţă între evoluţia preţurilor şi definirea stabilităţii preţurilor, BCE trebuie să explice măsurile de adoptat pentru atingerea obiectivului;

✓ ***permite sporirea credibilităţii şi a eficienţei politicii monetare.*** Definirea stabilităţii preţurilor orientează anticipaţiile cu privire la evoluţiile viitoare ale preţurilor. În condiţiile în care angajamentul BCE de a menţine stabilitatea preţurilor este credibil, se stabilizează anticipaţiile inflaţioniste care, la rândul lor, contribuie la sporirea eficienţei politicii monetare.

Stabilitatea preţurilor semnifică evitarea, atât a inflaţiei prelungite, cât şi a deflaţiei şi contribuie la înregistrarea unor rate ridicate de creştere economică şi de ocupare a forţei de muncă.

6.4.2. Caracterizarea strategiei de politică monetară a Băncii Centrale Europene

Strategia de politică monetară reflectă modul în care sunt adoptate deciziile de politică monetară în vederea atingerii obiectivului urmărit. De asemenea, strategia de politică monetară reprezintă o modalitate prin care deciziile de politică monetară sunt explicate publicului.

Strategia de politică monetară a BCE oferă un cadru global, ce permite Consiliului Guvernatorilor să evalueze toate informaţiile necesare pentru adoptarea deciziilor de politică monetară ce vizează menţinerea stabilităţii preţurilor.

În luna octombrie a anului 1998, Consiliul Guvernatorilor a adoptat şi anunţat elementele principale ale strategiei de politică monetară a BCE (a se vedea figura 46), şi anume:

- **definirea cantitativă a stabilităţii preţurilor;**
- **analiza evoluţiilor economice şi monetare** realizată în scopul stabilirii naturii şi amplorii riscurilor la adresa stabilităţii preţurilor.

Strategia de politică monetară a BCE[170] se bazează pe doi „piloni"– **analiza economică** şi **analiza monetară** – şi a fost astfel concepută pentru a se asigura luarea în considerare a tuturor informaţiilor relevante pentru evaluarea riscurilor la adresa stabilităţii preţurilor.

Analiza economică (primul pilon) urmăreşte să evalueze factorii care determină, pe termen scurt şi mediu, evoluţia preţurilor şi acordă importanţă variabilelor economice reale şi financiare. Totodată, analiza economică ţine seama de faptul că evoluţiile preţurilor, pe termen scurt şi mediu, sunt

[170] ECB – *Price stability: Why is it important for you?*, Edition 2009, p. 63, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf

influenţate de raportul dintre cererea şi oferta de pe piaţa bunurilor, serviciilor şi a factorilor de producţie.

Variabilele economice şi financiare care fac obiectul analizei economice se referă la nivelul producţiei globale, cererea globală şi componentele sale, politica bugetară, condiţiile pe piaţa forţei de muncă, o gamă largă de indicatori de preţuri şi costuri, evoluţia cursului de schimb, a economiei mondiale şi a balanţei de plăţi, pieţele financiare, situaţia financiară a diferitelor sectoare din zona euro. Prin analiza acestor factori se urmăreşte evaluarea dinamicii sectorului real al economiei, a evoluţiei probabile a preţurilor, identificarea originii şi a naturii şocurilor care afectează economia, a impactului lor asupra costurilor şi preţurilor.

În realizarea analizei economice, un rol important îl au proiecţiile macroeconomice realizate de experţii Eurosistemului. Aceste proiecţii contribuie la structurarea şi sintetizarea unui număr important de date economice şi asigură coerenţa între diferitele surse de date economice. Totodată, proiecţiile reprezintă un element esenţial în definitivarea evaluării perspectivelor economice şi a fluctuaţiilor pe termen scurt şi mediu ale inflaţiei.

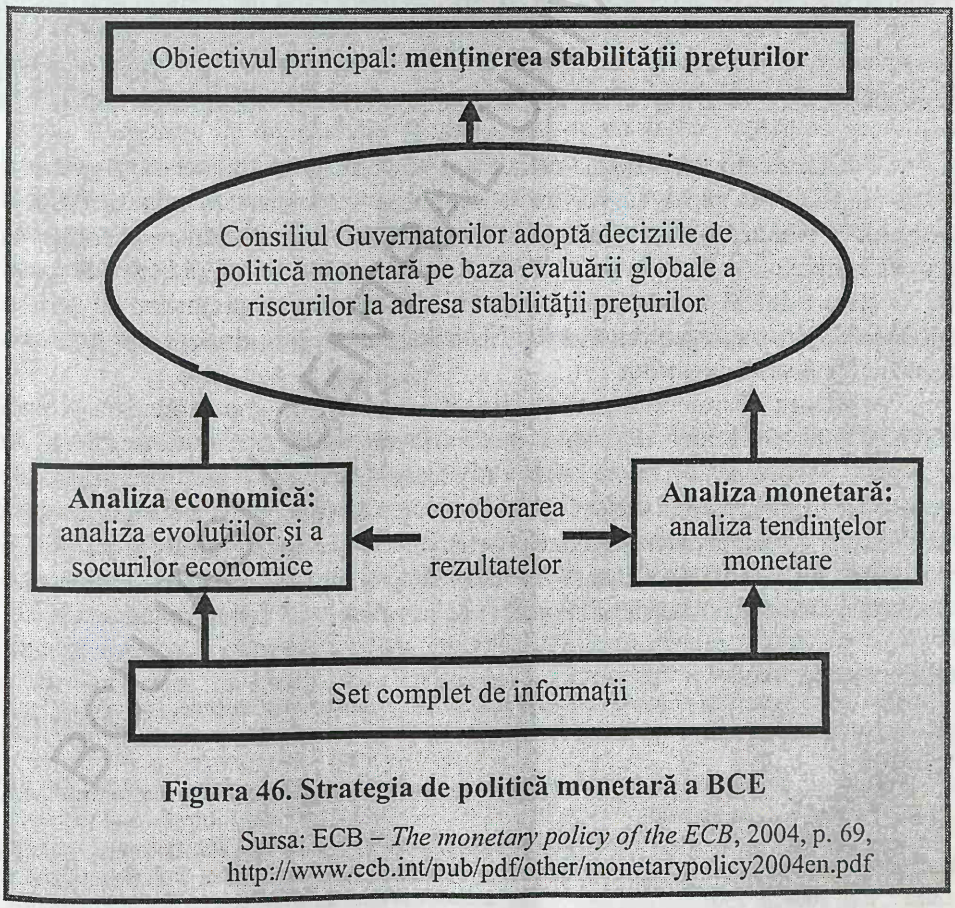


Figura 46. Strategia de politică monetară a BCE

Sursa: ECB – *The monetary policy of the ECB*, 2004, p. 69, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf

Analiza monetară (al doilea pilon) are în vedere relaţia pe termen lung dintre monedă şi preţuri[171] şi serveşte, în principal, ca instrument de coroborare, din perspectiva unui orizont de timp mediu şi lung, a semnalelor furnizate, pe termen scurt şi mediu, politicii monetare de către analiza economică.

În cadrul indicatorilor fundamentali monitorizaţi şi analizaţi periodic de către BCE, aceasta acordă o importanţă deosebită **agregatelor monetare**. Analiza monetară are în vedere existenţa pe termen mediu şi lung a unei relaţii strânse între expansiunea monetară şi inflaţie[172], care susţine orientarea pe termen mediu a strategiei de politică monetară a BCE.

Agregatele monetare[173] permit măsurarea masei monetare, urmărirea evoluţiei acesteia, precum şi cunoaşterea puterii de cumpărare a agenţilor nefinanciari rezidenţi. Agregatele monetare definite de Banca Centrală Europeană sunt: **agregatul monetar restrâns (M_1)** în care se cuprinde: numerarul şi depozitele overnight constituite la instituţiile financiar-monetare şi administraţia centrală (poşta sau trezoreria); **agregatul monetar intermediar (M_2)**, care include M_1, depozitele rambursabile după notificare la cel mult trei luni (depozite de economii pe termen scurt) şi depozitele cu scadenţă de maximum doi ani (depozite pe termen scurt) constituite la instituţiile financiar - monetare şi administraţia centrală; **agregatul monetar M_3** reprezintă masa monetară în sens larg şi include M_2 la care se adaugă instrumente negociabile, în special împrumuturi din operaţiuni repo, unităţi emise de fonduri de piaţă monetară, precum şi instrumente de îndatorare cu scadenţă de maximum doi ani, emise de instituţiile financiar- monetare.

Pentru a comunica angajamentul său privind analiza monetară şi pentru a oferi un punct de reper cu privire la evaluarea evoluţiilor monetare, **BCE a anunţat o valoare de referinţă pentru agregatul monetar în sens larg, M_3** (fixată la nivelul de 4,5% în anul 1998). Această valoare se referă la ritmul anual de creştere a lui M_3, considerat compatibil cu stabilitatea preţurilor pe termen mediu. Alegerea agregatului monetar M_3 a fost justificată prin legătura strânsă a acestuia cu nivelul preţurilor.

Valoarea de referinţă pentru agregatul monetar M_3 nu reprezintă o ţintă monetară, ci un **punct de reper** *pentru analiza informaţiilor cu privire la evoluţiile monetare din zona euro*. Abaterile importante sau prelungite ale expansiunii agregatului monetar M_3 de la valoarea de referinţă ar trebui, în condiţii normale, să semnaleze prezenţa unor riscuri pe termen mediu la adresa stabilităţii preţurilor. Însă politica monetară nu reacţionează mecanic în situaţia în care se constată o abatere a expansiunii monetare de la valoarea sa de referinţă.

---

[171] relaţia dintre monedă şi preţuri este evidenţiată de teoria cantitativă a monedei ; pe termen lung, nivelul preţurilor este determinat direct de variaţiile cantităţii de monedă şi evoluează proporţional cu aceasta.

[172] această relaţie reflectă principiul economic fundamental conform căruia, pe termen lung, inflaţia este un fenomen monetar.

[173] a se vedea Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, Stoica, Ovidiu, Roman, Angela, Dornescu, Valeriu, Chirleşan, Dan – *Monedă şi credit*, Ediţia a III a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Al. I. Cuza ", Iaşi, 2009, p. 250.

Analiza monetară a BCE evaluează, pe lângă dinamica agregatului monetar în sens larg (M_3), și alte variabile monetare și financiare. De pildă, sunt analizate evoluțiile componentelor agregatului monetar M_3 deoarece acestea pot să ofere indicii cu privire la variațiile globale ale lui M_3. În acest sens, prezintă importanță analiza agregatului monetar cu gradul cel mai ridicat de lichiditate (M_1), care oferă informații cu privire la activitatea economică reală. De asemenea, analiza ritmului de creștere a masei monetare și a creditului poate să ofere informații cu privire la evoluția stabilității financiare. Asemenea informații sunt esențiale pentru politica monetară deoarece apariția dezechilibrelor financiare sau a bulelor speculative ar putea să destabilizeze activitatea economică și, în ultimă instanță, prețurile.

În concluzie, definirea cantitastivă a stabilității prețurilor apropie strategia de politică monetară a BCE de strategia de țintire a inflației adoptată de alte bănci centrale. Însă strategia de politică monetară a BCE are un caracter complex, dat de cei doi piloni pe care se bazează. Abordarea bazată pe acești piloni presupune o coroborare a indiciilor oferite de analiza economică pe termen scurt și mediu cu cele oferite de analiza monetară pe termen lung. O asemenea coroborare permite politicii monetare să ia în considerare toate informațiile relevante pentru a evalua tendința ulterioară a prețurilor, ceea ce facilitează procesul decizional și comunicarea externă. Totodată, abordarea bazată pe cei doi piloni[174] reduce riscul adoptării unor decizii eronate, care ar putea fi cauzate de dependența excesivă față de un singur indicator, un singur model sau o singură prognoză. Prin abordarea bazată pe cei doi piloni, BCE urmărește să adopte o politică monetară solidă, care să permită atingerea obiectivului urmărit, în condițiile unui mediu economic caracterizat prin incertitudine.

6.5. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a Băncii Centrale Europene

Mecanismul de transmitere a politicii monetare a BCE reprezintă procesul prin care deciziile de politică monetară adoptate de Consiliul Guvernatorilor au impact asupra economiei reale a zonei euro și, în final, asupra prețurilor.

Punctul de plecare pentru reflectarea impactului deciziilor de politică monetară asupra nivelului prețurilor îl reprezintă **modificarea ratelor de dobândă directoare**[175] ale BCE (a se vedea figura 47). Prin poziția și rolul major în cadrul sistemului bancar[176], banca centrală stabilește nivelul ratelor de dobândă directoare care, la rândul lor, influențează **ratele de dobândă de pe piața monetară**.

---

[174] ECB – *Price stability: Why is it important for you?*, Edition 2009, p. 69, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf

[175] a se vedea paragraful Instrumentele politicii monetare unice.

[176] banca centrală deține monopolul emiterii de numerar și, în calitate de autoritate, impune băncilor obligația de a-și constitui rezerve minime.

Variaţiile ratelor de dobândă de pe piaţa monetară influenţează alte rate ale dobânzilor (de exemplu, ratele de dobândă aplicate de instituţiile de credit la operaţiunile de creditare şi de atragere de depozite pe termen scurt). De asemenea, anticipaţiile cu privire la modificările viitoare ale ratelor de dobândă directoare influenţează ratele de dobândă pe termen lung deoarece acestea din urmă reflectă anticipaţiile cu privire la evoluţia viitoare a ratelor de dobândă pe termen scurt. Însă impactul nu se manifestă decât în condiţiile în care variaţiile ratelor de dobândă directoare determină modificări ale anticipaţiilor pieţei cu privire la trendul economiei pe termen lung.

Ratele de dobândă directoare influenţează şi alte varibile financiare, cum ar fi **preţurile activelor financiare şi cursul de schimb.**

Modificările ratelor de dobândă şi ale preţurilor activelor financiare influenţează, la rândul lor, deciziile de economisire, de consum şi de investiţii ale agenţilor economici şi ale populaţiei. De exemplu, creşterea ratelor de dobândă descurajează cererea de credite pentru consum sau investiţii a populaţiei sau agenţilor economici. Pe de altă parte, creşterea ratelor de dobândă stimulează economisirea. De asemenea, modificările ratelor de dobândă influenţează şi oferta de credite. De exemplu, creşterea ratelor de dobândă poate să determine creşterea riscului ca unii debitori să nu ramburseze la scadenţă creditele contractate, ceea ce are ca efect o reducere a ofertei de credite către debitorii respectivi. Prin urmare, aceştia vor trebui să-şi amâne deciziile de consum sau de investiţii.

Fluctuaţiile preţurilor activelor financiare pot să influenţeze consumul şi investiţiile prin intermediul veniturilor şi al averii (efectul de venit şi de avere). De exemplu, creşterea preţului acţiunilor poate să determine sporirea averii deţinătorilor, care pot, astfel, să-şi sporească consumul. **Preţurile activelor financiare pot să influenţeze cererea globală** şi prin intermediul garanţiilor, care permit debitorilor să obţină mai multe credite. De pildă, în condiţiile în care valoarea garanţiilor creşte, creditele vor deveni mai ieftine şi mai facil de obţinut, ceea ce poate să determine reducerea consumului şi a investiţiilor.

În consecinţă, schimbările de comportament în materie de consum şi de investiţii antrenează modificarea nivelului cererii interne de bunuri şi servicii. În condiţiile în care cererea de bunuri şi servicii este mai mare comparativ cu oferta, se poate înregistra creşterea preţurilor. De asemenea, modificările în cererea globală pot să influenţeze situaţia pe piaţa forţei de muncă, iar aceasta, la rândul său, să influenţeze nivelul salariilor şi, în final, nivelul preţurilor.

Fluctuaţiile cursului de schimb au efecte asupra preţurilor bunurilor şi serviciilor. De pildă, dacă moneda naţională se apreciază, preţul bunurilor importate poate să scadă, contribuind, astfel, la reducerea inflaţiei. De asemenea, fluctuaţiile cursului de schimb pot să aibă efecte asupra preţurilor bunurilor şi serviciilor şi prin intermediul impactului asupra competitivităţii bunurilor naţionale pe pieţele internaţionale. De exemplu, aprecierea monedei naţionale face ca bunurile naţionale să fie mai puţin competitive prin prisma preţului pe pieţele internaţionale, ceea ce poate să restrângă cererea externă şi, astfel, să se reducă

cererea globală în economie. Prin urmare, aprecierea monedei naţionale ar trebui să reducă presiunile inflaţioniste. Însă efectele modificării cursului de schimb depind de gradul de deschidere a economiei. De pildă, economia zonei euro este relativ închisă, astfel că efectele cursului de schimb sunt mai puţin importante.

Politica monetară poate să influenţeze evoluţia preţurilor şi prin **canalul anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare**. În condiţiile în care agenţii economici au încredere în capacitatea băncii centrale de a menţine stabilitatea preţurilor, anticipaţiile inflaţioniste ale agenţilor respectivi vor rămâne ferm ancorate la acest obiectiv. Prin urmare, într-un mediu caracterizat prin preţuri stabile, agenţii care fixează salariile şi preţurile nu vor trebui să le ajusteze în sensul creşterii, de teama unei inflaţii mai ridicate în viitor. În acest sens, un grad ridicat de credibilitate al băncii centrale reprezintă o condiţie indispensabilă pentru a influenţa anticipaţiile agenţilor economici.

Mecanismul de transmitere a politicii monetare se caracterizează prin perioade de timp lungi, variabile şi incerte. Deciziile de politică monetară au impact asupra evoluţiei preţurilor după o anumită perioadă de timp, iar amplitudinea efectelor este diferită în funcţie de starea economiei, ceea ce face ca impactul asupra preţurilor să fie dificil de estimat.

Procesul de transmitere a deciziilor de politică monetară are un caracter complex deoarece evoluţiile la nivelul economiei pot să fie influenţate şi de şocuri imprevizibile, care nu pot să fie contracarate prin măsuri de politica monetară (de exemplu, variaţiile preţului petrolului, a altor materii prime pe piaţa internaţională, care pot să exercite un impact pe termen scurt asupra inflaţiei). Totodată, preţurile activelor financiare şi cursul de schimb sunt influenţate nu numai de politica monetară ci şi de alţi factori. În acest context, banca centrală trebuie să supravegheze mecanismul de transmitere a politicii monetare, dar şi să ia în considerare toţi ceilalţi factori care exercită influenţă asupra inflaţiei.

Datorită complexităţii procesului de transmitere a politicii monetare, băncile centrale iau, adesea, în considerare anumite reguli empirice simple pentru a orienta măsurile de politică monetară sau pentru a verifica efectele acestora. Una din aceste reguli are în vedere faptul că că *inflaţia este întotdeauna un fenomen monetar pe termen mediu sau lung*. Această regulă presupune ca băncile centrale să analizeze evoluţiile monetare cu scopul de a evalua tendinţele inflaţioniste.

În zona euro au fost utilizate mai multe modele econometrice pentru estimarea efectelor modificării ratelor de dobândă directoare asupra PIB şi preţurilor. Toate modelele au pus în evidenţă aceeaşi concluzie cu privire la reacţia PIB şi a preţurilor la modificarea ratelor de dobândă directoare, şi anume: *o creştere a ratelor de dobândă directoare antrenează o scădere temporară a PIB*, mai ales după doi ani de la transmiterea impulsului de politică monetară, urmând ca, ulterior, să se revină la nivelul din anul de bază. În acelaşi timp, *preţurile revin, progresiv, la un nivel mai scăzut*. Astfel, **impactul politicii monetare asupra producţiei este temporar** (politica monetară este neutră pe

termen lung), **în timp ce impactul asupra preţurilor este permanent**. Însă amplitudinea reacţiilor şi perioada de timp care se scurge până la manifestarea lor diferă semnificativ de la un model la altul. Cu toate aceste diferenţe, modelele confirmă existenţa unor perioade de timp lungi şi incerte în mecanismul prin care politica monetară influenţează nivelul preţurilor.

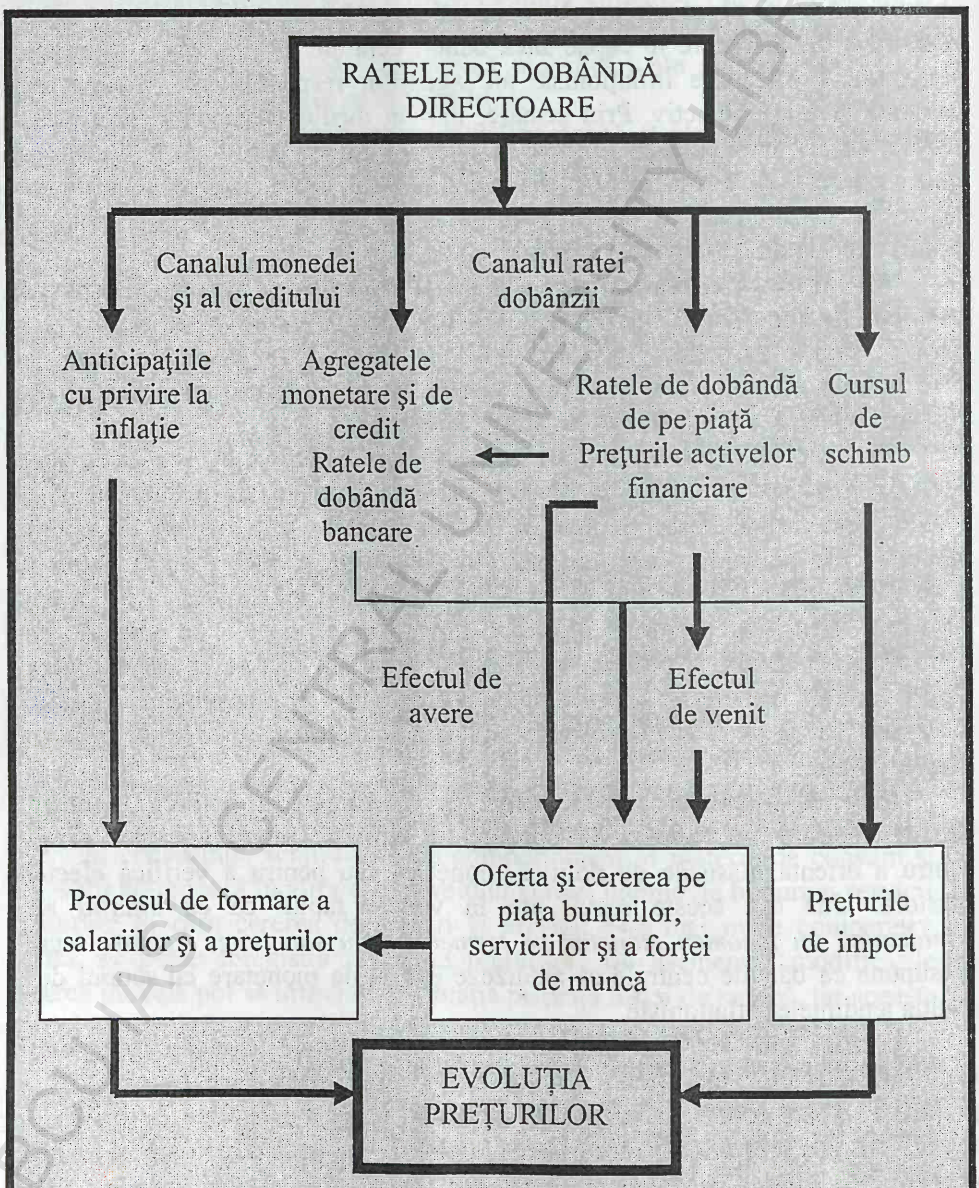


Figura 47. Mecanismul de transmitere a politicii monetare în zona euro

Sursa: ECB – *Monthly Bulletin 10 th anniversary of the ECB*, 2008, p. 60, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf

În concluzie, în zona euro, **rolul semnificativ în transmiterea politicii monetare unice revine canalului creditului bancar** deoarece sistemul financiar se bazează predominant pe sectorul bancar. Însă, deşi acest canal este operaţional în toate statele membre ale UEM, importanţa sa diferă de la o ţară la alta, în funcţie de caracteristicile economiilor naţionale, în special de cele ale sistemelor financiare (concurenţa în sistemul bancar, gradul de îndatorare a agenţilor nefinanciari, structura patrimoniului acestora, apariţia de noi produse financiare etc.). De exemplu, în ţările unde gradul de îndatorare bancară al întreprinderilor este mai ridicat, iar piaţa de capital mai slab dezvoltată (de exemplu: Austria, Germania, Italia), impactul politicii monetare prin intermediul canalului creditului bancar este mai puternic De asemenea, efectele politicii monetare unice asupra economiilor statelor membre (sub aspectul amplitudinii şi al duratei apariţiei răspunsului) sunt influenţate de caracteristicile sistemelor financiare. De pildă, o politică monetară restrictivă nu are aceleaşi efecte asupra consumului într-o ţară în care gradul de îndatorare al populaţiei este ridicat comparativ cu o altă ţară unde gradul de îndatorare al populaţiei este mai scăzut. Deşi în ultimii ani procesul de convergenţă nominală şi reală dintre statele membre s-a accentuat, răspunsul asimetric al economiilor naţionale la aceeaşi măsură de politică monetară s-ar datora asimetriilor dintre sistemele financiare ale statelor membre ale UEM. Aceste asimetrii sunt de natură să complice misiunea BCE cu privire la implementarea politicii monetare unice. Însă, pe măsură ce se accentuează procesul de integrare financiară, Eurosistemul va dispune de un mecanism mai omogen de transmitere a politicii monetare şi de un grad mai ridicat de stabilitate finanicară.

6.6. Cadrul operaţional al politicii monetare unice

6.6.1. Principii fundamentale

În scopul îndeplinirii obiectivului fundamental de menţinere a stabilităţii preţurilor, Eurosistemul dispune de un set de instrumente şi proceduri de politică monetară, care formează **cadrul operaţional** utilizat pentru implementarea deciziilor de politică monetară.

Cadrul operaţional al Eurosistemului se bazează pe anumite principii stabilite prin Tratatul de instituire a Comunităţii Europene. Astfel, articolul 105 din Tratat (respectiv, articolul 127 din Tratatul privind funcţionarea UE) menţionează că, în vederea îndeplinirii obiectivelor sale, *Eurosistemul acţionează în conformitate cu principiul unei economii de piaţă deschise*, în care concurenţa este liberă, favorizând alocarea eficientă a resurselor şi *respectând următoarele principii directoare*[177]: *preţuri stabile, finanţe publice şi condiţii monetare sănătoase*, precum şi o *balanţă de plăţi stabilă*. Pe lângă aceste

[177] prevăzute de articolul 127 din Tratatul privind funcţionarea Uniunii Europene.

principii, cadrul operaţional al politicii monetare unice trebuie să aplice şi alte principii fundamentale, şi anume[178]:

✓ **principiul eficienţei operaţionale**, respectiv aptitudinea cadrului operaţional de a transmite deciziile de politică monetară cât mai rapid şi precis asupra ratelor de dobândă pe termen scurt de pe piaţa monetară, care, la rândul lor, influenţează nivelul preţurilor;

✓ **principiul aplicării unui tratament egal instituţiilor de credit**, indiferent de mărimea lor şi de localizarea în cadrul zonei euro, **şi armonizarea regulilor şi procedurilor în cadrul zonei euro.** Prin respectarea acestui principiu, se asigură condiţii identice pentru toate instituţiile de credit din zona euro în cadrul operaţiunilor cu Eurosistemul;

✓ **principiul descentralizării procesului de implementare a politicii monetare** a Eurosistemului prin intermediul băncilor centrale naţionale. Conform acestui principiu, în cadrul Eurosistemului deciziile de politică monetară sunt adoptate centralizat, iar aplicarea lor este descentralizată, fiind asigurată de băncile centrale naţionale.

✓ **principii de simplitate, transparenţă, continuitate, de securitate şi de eficienţă în termeni de costuri.**

Prin respectarea principiilor de **simplitate** şi de **transparenţă** se garantează o bună înţelegere a operaţiunilor de politică monetară. Principiul de **continuitate** presupune evitarea unor modificări importante ale instrumentelor şi procedurilor de politică monetară astfel încât băncile centrale şi instituţiile de credit să se bazeze pe experienţa lor atunci când participă la operaţiunile de politică monetară. Principiul de **securitate** presupune ca riscurile operaţionale şi financiare asumate de Eurosistem să fie minime. **Eficienţa în termeni de costuri** presupune menţinerea la un nivel scăzut a costurilor legate de funcţionarea cadrului operaţional al Eurosistemului.

Cadrul operaţional al politicii monetare unice are ca funcţii principale: controlul ratelor de dobândă, gestionarea lichidităţii bancare şi indicarea orientării, pe termen scurt şi mediu, a politicii monetare.

6.6.2. Instrumentele de politică monetară ale Eurosistemului

Pentru atingerea obiectivelor sale, Eurosistemul utilizează următoarele instrumente de politică monetară[179]:

- **operaţiunile de piaţă monetară (open-market);**
- **facilităţile permanente;**
- **rezervele minime obligatorii.**

---

[178] ECB – *The monetary policy of the ECB*, second edition, 2004, p. 72, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf

[179] a se vedea ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

BCU "Ion Creangă" UNIVERSITY LIBRARY

1. **Operaţiunile de piaţă monetară (open-market)** reprezintă instrumentul de politică monetară cel mai important şi au drept scop:

- *controlarea ratelor dobânzilor*;
- *gestionarea situaţiei lichidităţilor pe piaţa monetară* şi
- *indicarea orientării politicii monetare.*

În cadrul Eurosistemului, băncile centrale naţionale ale ţărilor membre aplică deciziile BCE utilizând patru categorii de operaţiuni de piaţă monetară, puse în practică cu ajutorul a cinci tipuri de instrumente şi folosind două proceduri.

a) Formele operaţiunilor de piaţă monetară

În funcţie de obiectivele, periodicitatea şi procedurile lor, operaţiunile de piaţă monetară ale Eurosistemului se clasifică în patru categorii, şi anume:

- **operaţiuni principale de refinanţare;**
- **operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung;**
- **operaţiuni de reglaj fin (de ajustare);**
- **operaţiuni structurale.**

Operaţiunile principale de refinanţare sunt *tranzacţii reversibile* (de cesiune temporară), periodice, *realizate cu scopul de a furniza lichidităţi* instituţiilor de credit, au o *frecvenţă săptămânală* şi, în mod obişnuit, o *scadenţă de o săptămână*. Aceste operaţiuni sunt efectuate descentralizat de băncile centrale naţionale (BCN) pe baza procedurii licitaţiilor standard.

Operaţiunile principale de refinanţare sunt cele mai importante operaţiuni de piaţă monetară ale Eurosistemului şi au un rol central în realizarea obiectivelor de control al ratelor dobânzilor, de gestionare a situaţiei lichidităţilor pe piaţa monetară şi de indicare a orientării politicii monetare. De asemenea, aceste operaţiuni constituie modalitatea principală de refinanţare a sectorului financiar din zona euro.

Rata dobânzii aferentă acestor operaţiuni reprezintă principala **„rată de dobândă directoare"** a politicii monetare a Eurosistemului, în jurul căreia fluctuează rata dobânzii overnight de pe piaţa interbancară (EONIA)[180] şi indică orientarea politicii monetare.

Operaţiunile de refinanţare pe termen mai lung sunt *tranzacţii reversibile realizate cu scopul de a furniza lichidităţi suplimentare* instituţiilor de credit, *au o frecvenţă lunară* şi, în mod obişnuit, o *scadenţă de trei luni*. Aceste operaţiuni sunt efectuate de BCN prin intermediul licitaţiilor standard.

De regulă, prin operaţiunile de refinanţare pe termen mai lung, Eurosistemul nu doreşte să transmită semnale pieţei şi, prin urmare, efectuează

[180] Euro OverNight Index Average – reprezintă rata dobânzii efective pe piaţa interbancară overnight în euro. Această rată se calculează ca medie ponderată a ratelor dobânzilor la operaţiunile de creditare overnight negarantate, exprimate în euro, comunicate de un grup de bănci participante.

operaţiunile la ratele de dobândă care îi sunt propuse. În mod normal, operaţiunile de refinanţare pe termen mai lung se realizează sub formă de licitaţii la rată variabilă şi, din când în când, BCE indică volumul de refinanţare care urmează să fie alocat în licitaţiile viitoare. În situaţii excepţionale, Eurosistemul poate realiza operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung la o rată a dobânzii fixă.

Operaţiunile de reglaj fin (sau de ajustare) sunt realizate cu scopul de a gestiona situaţia lichidităţilor pe piaţa monetară şi de a controla ratele dobânzilor. În mod deosebit, prin aceste operaţiuni se urmăreşte atenuarea efectelor fluctuaţiilor neaşteptate ale lichidităţilor pe piaţa monetară asupra ratelor dobânzilor.

Operaţiunile de reglaj fin (ajustare) se realizează, în principal, sub formă de *tranzacţii reversibile*, dar pot lua şi forma *operaţiunilor de swap valutar* sau de *atragere de depozite la termen*. Instrumentele şi procedurile aplicate în efectuarea operaţiunilor de ajustare sunt adaptate tipurilor de tranzacţii şi obiectivelor specifice urmărite în cadrul acestor operaţiuni.

Operaţiunile de ajustare sunt efectuate, în mod normal, de BCN, prin licitaţii rapide sau proceduri bilaterale. În cazuri excepţionale, Consiliul Guvernatorilor BCE decide dacă operaţiunile bilaterale de ajustare pot fi efectuate de BCE.

Operaţiunile structurale sunt efectuate de Eurosistem sub forma *tranzacţiilor reversibile*, *tranzacţiilor simple* sau a *emisiunii de certificate de datorie*. Aceste operaţiuni se realizează atunci când BCE doreşte să ajusteze poziţia structurală a Eurosistemului faţă de sectorul financiar.

Operaţiunile structurale sub formă de tranzacţii reversibile şi de emitere de certificate de datorie sunt efectuate de BCN prin intermediul licitaţiilor standard. Operaţiunile structurale sub formă de tranzacţii simple sunt realizate prin proceduri bilaterale. Unele bănci centrale au realizat operaţiuni structurale înainte de adoptarea monedei euro, iar din ianuarie 1999, Eurosistemul nu a mai utilizat acest tip de operaţiuni.

Toate operaţiunile de piaţă monetară (open-market) sunt decise de Banca Centrală Europeană şi sunt realizate descentralizat de băncile centrale naţionale.

b) Instrumente tehnice de realizare a operaţiunilor de piaţă monetară

Pentru efectuarea operaţiunilor de piaţă monetară, Eurosistemul dispune de cinci tipuri de instrumente, şi anume:

- **tranzacţii reversibile** (aplicabile pe baza contractelor repo sau a creditelor garantate);
- **tranzacţii simple;**
- **emiterea de certificate de datorie de către BCE;**
- **operaţiuni de swap valutar;**
- **atragerea de depozite la termen.**

Operaţiunile de piaţă monetară sunt iniţiate de BCE, care decide instrumentele utilizate, termenii şi condiţiile de efectuare a acestor operaţiuni.

Operaţiunile de piaţă monetară se pot efectua prin licitaţii standard, licitaţii rapide sau proceduri bilaterale.

Tranzacţiile reversibile (sau de cesiune temporară) reprezintă operaţiunile prin care Eurosistemul cumpără sau vinde active eligibile în cadrul unor contracte repo sau efectuează operaţiuni de creditare garantate cu active eligibile.

Tranzacţiile reversibile constituie principalul instrument de open-market şi pot să fie utilizate atât în cadrul operaţiunilor principale de refinanţare, operaţiunilor de refinanţare pe termen mai lung, cât şi în cadrul operaţiunilor de reglaj fin sau operaţiunilor structurale.

Tranzacţiile reversibile se pot efectua de BCN sub forma:

✓ *contractelor repo*, respectiv proprietatea asupra activului este transferată creditorului, iar părţile convin, totodată, ca la o dată ulterioară să efectueze operaţiunea inversă prin răscumpărarea activului de către debitor. Diferenţa dintre preţul de cumpărare şi preţul de răscumpărare corespunde dobânzii aferente sumei de bani dată sau luată cu titlu de împrumut pe perioada până la scadenţa operaţiunii;

✓ *creditelor garantate cu active eligibile*. În acest caz, activul rămâne în proprietatea debitorului şi serveşte drept garanţie pentru rambursarea creditului la scadenţă. Dobânda pentru o tranzacţie reversibilă sub forma creditelor garantate se determină în funcţie de rata de dobândă specificată, valoarea creditului şi perioada de timp până la scadenţa operaţiunii.

Tranzacţiile simple sau ferme (definitive) sunt operaţiunile prin care Eurosistemul cumpără sau vinde definitiv pe piaţă active eligibile. Acest instrument de open-market este utilizat numai în cadrul operaţiunilor structurale.

În cazul tranzacţiilor simple, proprietatea asupra titlurilor este transferată definitiv de la vânzător la cumpărător.

Emiterea de certificate de datorie de către BCE

BCE poate să emită certificate de datorie în vederea ajustării poziţiei structurale a Eurosistemului în raport cu sectorul financiar astfel încât să creeze (sau să accentueze) un deficit de lichiditate pe piaţa monetară.

Certificatele de datorie exprimă o datorie a BCE faţă de titularul acestora. Ele se emit şi se păstrează în formă dematerializată prin înregistrare în cont la depozitarii de valori mobiliare din zona euro.

Certificatele sunt emise cu discount (sub valoarea nominală) şi sunt răscumpărate la scadenţă la valoarea nominală. Diferenţa între valoarea de emisiune şi valoarea nominală la care sunt răscumpărate (rambursate) reprezintă dobânda cuvenită instituţiilor de credit achizitoare.

Emiterea de certificate de datorie de către BCE se individualizează prin următoarele trăsături:

- ✓ certificatele sunt emise pentru a absorbi lichiditate de pe piaţă;
- ✓ certificatele pot fi emise regulat sau neregulat;
- ✓ au o scadenţă mai mică de 12 luni;
- ✓ sunt emise prin intermediul licitaţiilor standard;
- ✓ sunt oferite şi decontate descentralizat de BCN.

Emiterea de certificate de datorie de către BCE[181]

Valoarea de emisiune a certificatului de datorie (V_E) se determină astfel:

$$V_E = V_N \times \frac{1}{1 + \frac{p \times T}{36000}}$$

unde:

V_N - valoarea nominală a certificatului de datorie;

p - rata dobânzii exprimată în procente;

T- scadenţa certificatului de datorie (în zile).

Operaţiunile de swap valutar

Operaţiunile de swap valutar efectuate în scopuri de politică monetară constau în tranzacţii simultane la vedere şi la termen efectuate cu euro în schimbul unei monede străine. Aceste operaţiuni se utilizează în scopuri de ajustare, în special pentru a gestiona situaţia lichidităţilor de pe piaţă şi pentru a controla ratele dobânzilor.

Operaţiunea de swap valutar constă în două tranzacţii simultane, încheiate cu aceeaşi instituţie de credit, prin care Eurosistemul:

- **cumpără la vedere euro** în schimbul unei monede străine în scopul absorbţiei de lichiditate şi **vinde la termen aceeaşi sumă în euro** contra monedă străină; sau
- **vinde la vedere euro** contra monedă străină în scopul injectării de lichiditate şi **cumpără la termen aceeaşi sumă în euro.**

În general, Eurosistemul operează numai cu monede străine folosite în mod frecvent în tranzacţii. Pentru fiecare operaţiune de swap valutar, Eurosistemul şi instituţiile de credit convin cu privire la punctele swap aferente tranzacţiei respective. Punctele swap reprezintă diferenţa dintre cursul de schimb la termen şi cursul de schimb la vedere.

[181] ECB – *Guideline of the European Central Bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/200/7 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, Official Journal of the European Union, L352/13.12.2006, p. 19, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_35220061213en00010090.pdf

BCU "CAROL I" UNIVERSITY LIBRARY

Operaţiunile de swap valutar se caracterizează prin următoarele trăsături:

- pot lua forma operaţiunilor de furnizare sau de absorbţie de lichidităţi;
- frecvenţa şi scadenţa acestora nu sunt standardizate;
- sunt efectuate prin intermediul licitaţiilor rapide sau al procedurilor bilaterale;
- sunt efectuate, în general, descentralizat de BCN. Însă, în situaţii excepţionale, Consiliul Guvernatorilor BCE decide dacă operaţiunile bilaterale de swap valutar pot fi efectuate de BCE.

Atragerea de depozite la termen

Acest instrument este utilizat de către Eurosistem numai în cadrul operaţiunilor de ajustare în vederea absorbţiei de lichidităţi de pe piaţă. Eurosistemul poate invita instituţiile de credit să plaseze lichidităţi, sub formă de depozite la termen remunerate, la banca centrală naţională a statului membru în care are sediul instituţia respectivă.

Depozitele acceptate de la instituţiile de credit sunt la termen şi au o rată fixă a dobânzii.

Atragerea de depozite la termen se caracterizează prin următoarele trăsături:

- ✓ depozitele sunt atrase în vederea absorbţiei de lichidităţi;
- ✓ frecvenţa cu care sunt atrase depozitele nu este standardizată;
- ✓ scadenţa depozitelor nu este standardizată;
- ✓ atragerea de depozite se efectuează, în mod normal, prin intermediul licitaţiilor rapide, dar nu se exclude posibilitatea folosirii procedurilor bilaterale;
- ✓ atragerea de depozite se realizează, în general, descentralizat de BCN. Însă, în situaţii excepţionale, Consiliul Guvernatorilor BCE poate decide ca atragerea bilaterală de depozite la termen să fie efectuată de BCE.

c) Proceduri de realizare a operaţiunilor de piaţă monetară

Operaţiunile de piaţă monetară ale Eurosistemului se realizează prin intermediul a două tipuri de proceduri:

- **proceduri de licitaţie;**
- **proceduri bilaterale.**

Procedurile de licitaţie

Operaţiunile de piaţă monetară ale Eurosistemului se efectuează, în mod normal, prin intermediul licitaţiilor. Prin procedurile de licitaţie, Eurosistemul solicită instituţiilor de credit să-şi prezinte nevoile de lichidităţi (de monedă centrală). După centralizarea răspunsurilor instituţiilor de credit de către Eurosistem se determină oferta de monedă centrală, iar BCE ia decizia de

alocare a lichidităţilor. Etapele operaţionale ale procedurilor de licitaţie sunt prezentate în caseta de mai jos.

Etape operaţionale în cadrul procedurilor de licitaţie[182]:

Etapa I: *Anunţarea licitaţiei*:
(a) de către BCE prin intermediul reţelelor publice de informare financiară;
(b) de către BCN prin intermediul reţelelor naţionale de informare financiară şi, dacă este necesar, anunţarea directă a contrapartidelor .

Etapa II *Pregătirea şi transmiterea ofertelor de către contrapartide*;

Etapa III *Colectarea ofertelor de către Eurosistem*;

Etapa IV *Alocarea şi anunţarea rezultatelor licitaţiei*:
(a) BCE decide alocarea lichidităţilor în funcţie de tipul licitaţiei (la o rată a dobânzii fixă sau variabilă);
(b) BCE anunţă rezultatele alocării.

Etapa V *Certificarea rezultatelor alocării lichidităţilor pe contrapartide*;

Etapa VI *Decontarea tranzacţiilor*.

La nivelul Eurosistemului, procedurile de licitaţie îmbracă două forme: **licitaţii standard şi licitaţii rapide.** Procedurile pentru licitaţiile standard şi licitaţii rapide sunt identice, cu excepţia intervalului de timp şi a sferei contrapartidelor.

Contrapartidele participante la operaţiunile de politică monetară ale Eurosistemului

Pentru ca o instituţie de credit să aibă calitatea de contrapartidă în cadrul operaţiunilor de politică monetară trebuie să îndeplinească anumite **criterii de eligibilitate**[183], şi anume:

- *să fie supusă regimului rezervelor minime obligatorii* al Eurosistemului;
- *să prezinte o situaţie financiară solidă*;
- *să îndeplinească toate criteriile operaţionale specificate în dispoziţiile contractuale sau normative* corespunzătoare aplicate de banca centrală naţională în cauză (sau de BCE), astfel încât să se asigure desfăşurarea eficientă a operaţiunilor de politică monetară ale Eurosistemului.

Aceste criterii generale de eligibilitate sunt uniforme în toată zona euro, iar instituţiile care îndeplinesc aceste criterii pot să aibă acces la facilităţile permanente şi pot participa la operaţiunile de piaţă monetară ale Eurosistemului prin intermediul licitaţiilor standard.

---

[182] ECB – *Guideline of the European Central Bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/200/7 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, Official Journal of the European Union, L352/13.12.2006, p. 25, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_35220061213en00010090.pdf

[183] ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, pp. 11-12, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

O instituţie poate avea acces la facilităţile permanente ale Eurosistemului şi la operaţiunile de piaţă monetară pe bază de licitaţii standard numai prin intermediul băncii centrale naţionale a statului membru în care este stabilită instituţia respectivă.

În cazul operaţiunilor de swap valutar efectuate pentru realizarea obiectivelor de politică monetară, sfera contrapartidelor eligibile corespunde contrapartidelor aflate în zona euro, care sunt selectate pentru operaţiunile de intervenţie ale Eurosistemului pe piaţa valutară.

Selectarea contrapartidelor pentru operaţiunile de intervenţie ale Eurosistemului pe piaţa valutară se realizează în baza a două categorii de criterii, şi anume[184]:

- **prima categorie de criterii** are la bază principiul prudenţei şi se referă la: *bonitatea* potenţialelor contrapartide; *obligaţia* impusă de Eurosistem potenţialelor contrapartide *de a face obiectul supravegherii din partea unei autorităţi recunoscute în domeniu*; respectarea de către potenţialele contrapartide a standardelor înalte de etică şi să aibă o bună reputaţie.

- **a doua categorie de criterii** are la bază principiul eficienţei şi se referă la: *comportament competitiv cu privire la stabilirea preţurilor*, *capacitatea contrapartidei de a gestiona sume mari*, chiar şi în condiţiile unor turbulenţe pe piaţa valutară, *calitatea şi sfera informaţiilor furnizate* de contrapartide.

Pentru a interveni eficient în diferite zone geografice şi ţinând seama de diferenţele de fus orar, Eurosistemul poate apela la contrapartide din orice centru financiar internaţional. Totuşi, în practică, se manifestă tendinţa ca un număr mare de contrapartide să fie situat în zona euro.

În cazul operaţiunilor de reglaj fin sub formă de tranzacţii reversibile şi atragerea de depozite pe termen fix, care se efectuează prin intermediul licitaţiilor rapide şi al procedurilor bilaterale, fiecare bancă centrală naţională selectează dintre instituţiile stabilite în statul membru în cauză un grup de contrapartide care îndeplinesc criteriile generale de exigibilitate.

În cazul licitaţiilor rapide şi al operaţiunilor bilaterale, băncile centrale naţionale tratează cu contrapartidele incluse pe lista celor selectate pentru operaţiunile de reglaj fin.

Consiliul Guvernatorilor BCE poate decide dacă, în situaţii excepţionale, operaţiunile bilaterale de reglaj fin pot fi efectuate direct de BCE. În acest caz, selectarea contrapartidelor se realizează de BCE dintre contrapartidele din zona euro care sunt eligibile pentru licitaţii rapide şi operaţiuni bilaterale, conform unei scheme de rotaţie care să asigure un acces echitabil.

În cazul **licitaţiilor standard,** intervalul de timp maxim dintre momentul anunţării licitaţiei şi cel al certificării rezultatului alocării este de 24 de ore. Procedurile de licitaţii standard sunt utilizate în cadrul operaţiunilor principale de refinanţare, operaţiunilor de refinanţare pe termen mai lung şi operaţiunilor structurale (cu excepţia tranzacţiilor simple). Participanţii la licitaţiile standard trebuie să îndeplinească criteriile generale de eligibilitate.

---

[184] ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, p. 89, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

Licitaţiile rapide se desfăşoară, în mod normal, într-un interval de timp de 90 de minute de la momentul anunţării licitaţiei, certificarea având loc imediat după anunţarea rezultatelor alocării. Licitaţiile rapide se utilizează numai în cadrul operaţiunilor de ajustare. În ceea ce priveşte sfera contrapartidelor, Eurosistemul poate selecta un număr limitat de contrapartide care să participe la licitaţiile rapide.

Eurosistemul poate să realizeze licitaţii la o **rată fixă a dobânzii** (licitaţii de volum) sau licitaţii la o **rată variabilă a dobânzii** (licitaţii de dobândă).

În cazul unei *licitaţii la o rată fixă a dobânzii*, BCE anunţă, în prealabil, rata dobânzii, iar instituţiile de credit participante licitează suma pe care doresc să o tranzacţioneze la rata fixă a dobânzii. După centralizarea cererilor de lichidităţi, BCE decide asupra mărimii ofertei. Dacă cererea este mai mare decât oferta, instituţiile de credit vor fi servite proporţional cu solicitările formulate. Totuşi, BCE poate să decidă alocarea unei sume minime sau alocarea unui procent minim pentru fiecare participant.

Exemplificarea procedurilor de licitaţie la rată fixă a dobânzii

Presupunem că, BCE decide să ofere lichidităţi prin operaţiuni de cesiune temporară şi folosind ca procedură apelurile de oferte cu rata dobânzii fixă. De asemenea, presupunem că, cererile de lichidităţi sunt formulate de trei instituţii de credit, astfel:

Instituţii de credit	Suma solicitată (milioane EUR)
Banca „x”	200
Banca „y”	300
Banca „z”	500
Total	**1000**

BCE decide să ofere lichidităţi la nivelul sumei de 900 milioane euro.
Întrucât cererea de lichidităţi (1000 milioane euro) este mai mare decât oferta (900 milioane euro) se determină procentul de servire (acoperire) a cererii:

$$\frac{900}{200+300+500}\times 100 = 90\%$$

Volumul de lichidităţi atribuit fiecărei instituţii de credit se determină astfel:
Banca „x”: 200×90%=180 milioane EUR
Banca „y”: 300 ×90%=270 milioane EUR
Banca „z”: 500 ×90%=450 milioane EUR
TOTAL: 900 milioane EUR

În cazul unei *licitaţii la o rată variabilă a dobânzii*, instituţiile de credit participante licitează sumele de bani şi ratele de dobândă la care doresc să efectueze tranzacţii cu BCN.

Licitaţiile la o rată variabilă a dobânzii realizate în scopul furnizării de lichidităţi presupun ca instituţiile de credit să depună cereri, atât în ceea ce priveşte volumul de lichidităţi, cât şi rata dobânzii. BCE poate să stabilească o rată minimă a dobânzii (rata dobânzii marginale) sub nivelul căreia nu va onora cererile de lichidităţi. După centralizarea cererilor de lichidităţi, acestea vor fi satisfăcute în ordinea descrescătoare a ratelor de dobândă indicate. Astfel, instituţiile de credit care au formulat cereri de lichidităţi la cea mai mare rată a dobânzii vor fi servite cu prioritate, iar cele care au indicat rate de dobândă mai scăzute vor fi servite succesiv, în ordinea descrescătoare a ratei dobânzii, până la epuizarea ofertei de lichidităţi.

În condiţiile în care, la nivelul ratei minime a dobânzii (stabilită de BCE) cererea de lichidităţi este mai mare decât oferta rămasă de repartizat, alocarea se va face proporţional cu cererea formulată de fiecare instituţie de credit.

Exemplificarea procedurilor de licitaţie la o rată variabilă a dobânzii realizate în scopul furnizării de lichidităţi

Presupunem că, BCE decide să ofere lichidităţii pieţei prin operaţiunea de cesiune temporară şi folosind ca procedură apelurile de oferte cu rată variabilă a dobânzii. Cererile de lichidităţi formulate de instituţiile de credit se prezintă astfel:

Rata dobânzii (%)	Cererea de lichidităţi (milioane EUR)				
	Banca „x"	Banca „y"	Banca „z"	Cererea totală	Cererea cumulată
3,20				0	0
3,19			50	50	50
3,18		30	50	80	130
3,17		50	80	130	260
3,16	10	50	40	100	360
3,15	30	50	40	120	480
3,14	50	100	150	300	780
3,13	80	20	50	150	930
3,12	30	-	30	60	990
Total	**200**	**300**	**490**	**990**	

BCE decide să ofere lichidităţi la nivelul sumei de 750 milioane euro, la o rată a dobânzii de 3,14%. Toate cererile de lichidităţi formulate la o rată a dobânzii superioară lui 3,14% sunt onorate integral, respectiv suma cumulată de 480 milioane euro.

Suma rămasă de repartizat este:

750 – 480 = 270 milioane EUR, a cărei pondere în cererea totală formulată la rata dobânzii de 3,14% este: $\frac{270}{300} \times 100 = 90\%$.

Prin urmare, suma rămasă de repartizat (270 milioane euro) se distribuie fiecărei instituţii de credit în proporţie de 90%, astfel:

Banca „x": 50× 90 %= 45 milioane EUR
Banca „y": 100 × 90% = 90 milioane EUR
Banca „z": 150 × 90% = 135 milioane EUR
TOTAL: 270 milioane EUR

În concluzie, volumul de lichidităţi oferit fiecărei instituţii de credit se prezintă astfel:

- milioane EUR-

Instituţii de credit	**Banca „x"**	**Banca „y"**	**Banca „z"**	**Total**
Cererea de lichidităţi	200	300	490	990
Cerere de lichidităţi servită la o rată a dobânzii >3,14%	40	180	260	480
Cerere de lichidităţi servită la o rată a dobânzii de 3,14%	45	90	135	270
Total cerere servită	**85**	**270**	**395**	**750**

Comparând cererea de lichidităţi formulată de fiecare instituţie de credit cu cererea de lichidităţi satisfăcută se constată următoarele:

- Banca „x", care nu a formulat cereri de lichidităţi la ratele de dobândă cele mai ridicate, este servită în proporţie de: $\frac{85}{200} \times 100 = 42,5\%$;

- Băncile „y" şi „z", care au formulat cereri de lichidităţi la ratele de dobândă cele mai ridicate, sunt servite în măsură mai mare, astfel:

$\frac{270}{300} \times 100 = 90\%$ şi $\frac{395}{490} \times 100 = 80,61\%$ din cererea lor totală.

Dacă volumul de lichidităţi este adjudecat instituţiilor de credit prin procedura cu rată unică (licitaţie olandeză), rata dobânzii de 3,14% se aplică tuturor sumelor atribuite instituţiilor de credit.

În cazul în care volumul de lichidităţi este adjudecat prin procedura cu rate multiple (licitaţie americană), ratele de dobândă aplicate sunt cele formulate de fiecare bancă. De exemplu, banca „x" va primi: 10 milioane euro la o rată a dobânzii de 3,16%; 30 milioane euro la o rată a dobânzii de 3,15% şi 45 milioane euro la o rată a dobânzii de 3,14%.

Procedurile de licitaţie la rată variabilă a dobânzii sunt utilizate nu doar pentru injectarea de lichidităţi pe piaţă, ci şi pentru absorbţia acestora (prin emisiune de certificate de datorie şi prin atragerea de depozite la termen).

Dacă BCE decide **să retragă lichidități de pe piață prin emisiunea de certificate de datorie** și folosind ca procedură licitațiile la rată variabilă a dobânzii se procedează astfel:

- instituțiile de credit prezintă ofertele de lichidități la diferite rate de dobândă;
- se centralizează ofertele de lichidități în ordinea crescătoare a ratelor de dobândă propuse;
- instituțiile care au indicat ratele de dobândă cele mai scăzute sunt servite cu prioritate până la epuizarea volumului de lichidități stabilit să fie retras;
- în condițiile în care, la nivelul ratei maxime a dobânzii acceptate de BCE (rata dobânzii marginale), oferta de lichidități este mai mare comparativ cu volumul rămas să fie retras, acesta se repartizează proporțional cu oferta formulată de fiecare instituție de credit.

În cazul licitațiilor la rată variabilă a dobânzii, BCE poate să decidă alocarea unei sume minime fiecărui ofertant câștigător.

Licitațiile la rată variabilă a dobânzii, care au ca obiect operațiuni de swap valutar realizate în scopul furnizării de lichidități, presupun gruparea cererilor de lichidități în ordinea crescătoare a punctelor swap. Punctele swap se grupează în ordine crescătoare, ținând seama de semnul diferenței de rată a dobânzii dintre moneda străină și euro[185]. Cererile de lichidități cu nivelul cel mai scăzut al punctelor swap au prioritate, iar cele cu nivele mai ridicate sunt acceptate în ordine crescătoare până la epuizarea sumei totale de alocat. În condițiile în care, la cel mai ridicat nivel acceptat al punctelor swap (puncte swap marginale), cererea de lichidități este mai mare decât oferta rămasă de repartizat, alocarea se va face proporțional cu cererea formulată de fiecare instituție de credit.

În cadrul licitațiilor la rată variabilă a dobânzii, care au ca obiect operațiuni de swap valutar efectuate în scopul absorbției de lichidități, ofertele sunt grupate în ordinea descrescătoare a punctelor swap. Ofertele cu cel mai ridicat nivel al punctelor swap au prioritate, iar cele cu nivele mai scăzute ale punctelor swap sunt acceptate în ordine descrecătoare până la epuizarea sumei totale de absorbit. În cazul în care, la cel mai scăzut nivel acceptat al punctelor swap (puncte swap marginale), oferta de lichidități este mai mare comparativ cu volumul rămas să fie retras, acesta se repartizează proporțional cu oferta formulată de fiecare instituție de credit.

[185] astfel, în cazul în care la scadența swap, rata dobânzii la moneda străină este mai mare decât rata dobânzii la moneda euro, semnul punctelor swap este pozitiv (moneda euro cotează cu report). În situația inversă, dacă rata dobânzii la moneda străină este mai mică decât rata dobânzii la moneda euro, semnul punctelor swap este negativ (moneda euro cotează cu deport).

Exemplificarea emisiunii de certificate de datorie ale BCE prin procedura de licitaţie la rată variabilă a dobânzii

BCE decide să retragă lichidităţi de pe piaţă prin emisiunea de certificate de datorie şi folosind ca procedură apelurile de oferte cu rata dobânzii variabilă.
Ofertele de lichidităţi formulate de instituţiile de credit se prezintă astfel:

Rata dobânzii (%)	Oferta de lichidităţi (milioane EUR)				
	Banca „x"	Banca „y"	Banca „z"	Oferta totală	Oferta cumulată
3,08				0	0
3,09	70		90	160	160
3,10	30	50	60	140	300
3,11	20	50	50	120	420
3,12	30	50	150	230	650
3,13	100	80	70	250	900
3,14	50	40	80	170	1070
3,15	50	30		80	1150
3,16	50			50	1200
Total	**400**	**300**	**500**	**1200**	

BCE decide să retragă lichidităţi la nivelul sumei de 850 milioane euro, care corespunde unei rate marginale a dobânzii de 3,13%.

Toate ofertele de lichidităţi (sau cererile de certificate de datorie ale BCE) formulate la o rată a dobânzii inferioară ratei de 3,13% sunt satisfăcute integral, în sumă cumulată de 650 milioane euro.

Prin urmare, rămân de plasat certificate de datorie pentru suma de:

850 milioane – 650 milioane = 200 milioane euro, a cărei pondere în oferta totală formulată la rata dobânzii de 3,13% este: $\frac{200}{250} \times 100 = 80\%$

Prin urmare, certificatele de datorie rămase de repartizat (pentru suma de 200 milioane euro) se distribuie fiecărei instituţii de credit, în proporţie de 80%, astfel:

- pentru Banca „x": 100 milioane × 80% = 80 milioane EUR
- pentru Banca „y": 80 milioane × 80% = 64 milioane EUR
- pentru Banca „z": 70 milioane × 80% = 56 milioane EUR

Total: 200 miloane EUR

În concluzie, volumul de lichidităţi retras de la fiecare instituţie de credit se prezintă astfel:

- milioane EUR -

Instituţii de credit	Banca „x"	Banca „y"	Banca „z"	Total
Oferta de lichidităţi	400	300	500	1200
Lichidităţi retrase la o rată a dobânzii <3,13	150	150	350	650
Lichidităţi retrase la o rată a dobânzii de 3,13	80	64	56	200
Total lichidităţi retrase	**230**	**214**	**406**	**850**

Comparând oferta de lichidităţi formulată de fiecare instituţie de credit cu oferta satisfăcută, se constată următoarele:

- Banca „z", care a formulat oferta cea mai importantă la ratele de dobândă cele mai scăzute, este servită în proporţie de: $\frac{406}{500} \times 100 = 81{,}20\%$;

- Banca „x" şi Banca „y" sunt servite în proporţie de: $\frac{230}{400} \times 100 = 57{,}50\%$ şi $\frac{214}{300} \times 100 = 71{,}33\%$.

Procedurile bilaterale presupun efectuarea unei tranzacţii între Eurosistem şi una sau mai multe instituţii de credit (contrapărţi), fără să se recurgă la o licitaţie. Aceste proceduri sunt folosite în cazul operaţiunilor de ajustare şi al operaţiunilor structurale sub formă de tranzacţii simple.

În cadrul Eurosistemului, se disting două tipuri de proceduri bilaterale:

- *proceduri bilaterale în care contrapartidele sunt contactate direct de Eurosistem.* Acest tip de proceduri se poate utiliza în cazul tranzacţiilor reversibile, tranzacţiilor simple, operaţiunilor de swap valutar, precum şi în cazul atragerii de depozite la termen.
- *proceduri bilaterale efectuate prin intermediul burselor de valori şi al agenţilor de piaţă* (utilizate în cazul tranzacţiilor simple).

2) Facilităţile permanente

Facilităţile permanente reprezintă al doilea instrument principal al politicii monetare a Eurosistemului şi sunt utilizate cu scopul:

- de a furniza şi de a absorbi lichidităţi overnight;
- de a indica orientarea politicii monetare;
- de a limita fluctuaţia ratele dobânzilor overnight de pe piaţa interbancară.

Facilităţile permanente *exprimă relaţii permanente între băncile centrale naţionale (BCN) şi instituţiile de credit din zona euro prin care zilnic sunt oferite sau retrase lichidităţi.* Ele se utilizează la iniţiativa instituţiilor de

credit şi permit acestora să obţină sau să plaseze lichidităţi pentru 24 de ore. Prin urmare, facilităţile permanente îmbracă două forme:

- ✓ **facilitatea de creditare marginală** (pentru instituţiile de credit care se confruntă cu nevoi temporare de lichidităţi);
- ✓ **facilitatea de depozit** (pentru instituţiile de credit ce dispun de excedente temporare de lichidităţi).

Facilitatea de creditare marginală permite instituţiilor de credit care au nevoi temporare de lichidităţi să se refinanţeze, pentru 24 de ore, de la BCN în schimbul unor active eligibile (garanţii). În condiţii normale, nu există limite de creditare sau alte restricţii privind accesul instituţiilor de credit la această facilitate, cu excepţia cerinţei de a prezenta suficiente active- garanţie.

Băncile centrale naţionale pot furniza lichidităţi în cadrul facilităţii de creditare marginală fie sub forma contractelor de report overnight, fie sub forma creditelor garantate overnight.

Rata dobânzii aplicabilă facilităţii de creditare marginală este stabilită de Eurosistem şi constituie, de regulă, *limita superioară a ratei dobânzii overnight pe piaţa interbancară* (Eonia). Prin urmare, instituţiile de credit recurg la facilitatea de creditare marginală în condiţiile în care nu pot obţine lichidităţi pe alte căi.

Facilitatea de depozit permite instituţiilor de credit care înregistrează un excedent de lichidităţi să-şi constituie depozite, pentru 24 de ore, la băncile centrale naţionale. Aceste depozite sunt remunerate la o rată predeterminată a dobânzii. În condiţii normale, nu există limite de depozit sau alte restricţii privind accesul contrapartidelor la această facilitate.

Rata dobânzii aplicabilă facilităţii de depozit constituie *limita inferioară a ratei dobânzii overnight pe piaţa interbancară*. Astfel, instituţiile de credit recurg la facilitatea de depozit în condiţiile în care nu au alte posibilităţi de plasare a excedentului de lichidităţi.

Facilităţile permanente sunt administrate în mod descentralizat de către băncile centrale naţionale.

Ratele de dobândă aferente facilităţilor permanente delimitează culoarul în cadrul căruia fluctuează ratele dobânzilor overnight pe piaţă.

În cadrul Eurosistemului, **politica ratelor de dobândă se bazează pe trei „rate directoare"** controlate de BCE, şi anume:

- **rata dobânzii aferentă facilităţilor de creditare marginală**, care reprezintă plafonul culoarului în cadrul căruia fluctuează rata dobânzii overnight pe piaţă;
- **rata dobânzii aferentă facilităţilor de depozit**, care reprezintă planşeul culoarului în cadrul căruia fluctuează rata dobânzii overnight pe piaţă;
- **rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare**, care este principala rată directoare în jurul căreia fluctuează rata dobânzii overnight pe piaţă.

BCU "ALECU RUSSO" LIBRARY

De pildă, în şedinţa din data de 7 mai 2009, Consiliul Guvernatorilor BCE[186] a fixat rata dobânzii la facilitatea de creditare marginală la nivelul de 1,75%, rata dobânzii la facilitatea de depozit la nivelul de 0,25%, iar rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare la nivelul de 1,00%.

În sinteză, principalele caracteristici ale operaţiunilor de politică monetară ale Eurosistemului sunt prezentate în tabelul 8.

Tabelul 8. Operaţiunile de politică monetară ale Eurosistemului

Operaţiuni de politică monetară	Tipuri de tranzacţii		Scadenţă	Frecvenţă	Procedură
	Furnizare de lichidităţi	Absorbţie de lichidităţi			
OPERAŢIUNI DE PIAŢĂ MONETARĂ (OPEN-MARKET)					
Operaţiuni principale de refinanţare	Tranzacţii reversibile (operaţiuni de cesiune temporară)	-	O săptămână	Săptămânală	Licitaţii standard
Operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung	Tranzacţii reversibile	-	Trei luni	lunară	Licitaţii standard
Operaţiuni de ajustare (reglaj fin)	Tranzacţii reversibile Swap-uri valutare	Tranzacţii reversibile Atragerea de depozite la termen Swap-uri valutare	Nestandar-dizată	Ocazională	Licitaţii rapide . Proceduri bilaterale
Operaţiuni structurale	Tranzacţii reversibile	Emisiune de certificate de datorie	Standardizată/ Nestandar-dizată	Periodică şi ocazională	Licitaţii standard
	Cumpărări simple (ferme) de titluri	Vânzări simple (ferme) de titluri	-	Ocazională	Proceduri bilaterale
FACILITĂŢILE PERMANENTE					
Facilitatea de creditare marginală	Tranzacţii reversibile	-	Overnight	Acces la iniţiativa instituţiilor de credit (contrapartidelor)	
Facilitatea de depozit	-	Depozite	Overnight	Acces la iniţiativa instituţiilor de credit	

Sursa: ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, p. 9, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

[186] BCE – „Comunicat de presă", 7 mai, 2009, http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090507.ro.html

BCU "ASE" BUCUREŞTI LIBRARY

3. Sistemul rezervelor minime obligatorii[187]

a) Caracterizare generală

BCE este abilitată să impună instituţiilor de credit din zona euro să deţină rezerve minime obligatorii în conturi deschise la băncile centrale naţionale. Îndeplinirea obligaţiilor privind rezervele pe care trebuie să le constituie instituţiile de credit se determină pe baza valorii medii a soldurilor la închiderea zilei din conturile de rezerve ale instituţiilor respective, pentru o anumită perioadă de aplicare.

Rezervele minime obligatorii sunt remunerate la o rată a dobânzii egală cu rata dobânzii aferentă operaţiunilor principale de refinanţare ale Eurosistemului, iar rezervele excedentare nu sunt remunerate.

Sistemul rezervelor obligatorii al Eurosistemului îndeplineşte, în principal, două funcţii monetare:

- **stabilizarea ratelor dobânzilor pe piaţa monetară.** Această funcţie este îndeplinită de mecanismul de determinare a valorii medii din cadrul regimului rezervelor minime obligatorii prin stimularea instituţiilor de credit în vederea reducerii efectelor fluctuaţiilor temporare de lichidităţi;
- **crearea sau accentuarea unui deficit stuctural de lichidităţi.** Obligaţia instituţiilor de credit de a-şi constitui rezerve în conturile deschise la BCN determină creşterea cererilor de refinanţare de la BCN, ceea ce permite BCE să controleze ratele dobânzilor de pe piaţa monetară.

b) Determinarea rezervelor minime obligatorii

Nivelul rezervelor minime obligatorii pe care trebuie să-l constituie fiecare instituţie se determină în funcţie de **baza de calcul a rezervelor**. În cadrul acesteia se cuprind *numai categoriile de pasiv „depozite" şi „titluri de creanţă emise"*. BCE aplică o rată uniformă a rezervelor, diferită de zero, (în prezent 2%) majorităţii elementelor incluse în baza de calcul a rezervelor. De asemenea, BCE stabileşte o rată zero a rezervelor pentru următoarele categorii de pasive: depozite la termen cu o scadenţă de peste doi ani, depozite rambursabile cu un preaviz de peste doi ani, contracte de report şi titluri de creanţă emise cu o scadenţă de peste doi ani. Baza de calcul şi ratele rezervelor minime obligatorii sunt prezentate în caseta de mai jos.

Nivelul rezervelor minime obligatorii ce trebuie constituite de fiecare instituţie de credit se calculează prin aplicarea, la valoarea pasivelor eligibile, a ratelor rezervelor prevăzute pentru categoriile corespunzătoare de pasive. De asemenea, fiecare instituţie aplică o deducere forfetară de 100000 EUR la valoarea rezervelor sale, în fiecare stat membru în care are o unitate.

---

[187] pentru detalii a se vedea ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, pp. 62- 68, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Baza de calcul şi ratele rezervelor minime obligatorii[188]

I. Pasive incluse în baza de calcul a rezervelor minime obligatorii şi la care se aplică rata pozitivă a rezervelor minime obligatorii:

Depozite:

- Depozite overnight;
- Depozite la termen cu o scadenţă de până la şi inclusiv doi ani;
- Depozite rambursabile cu un preaviz de până la şi inclusiv doi ani.

Titluri de creanţă emise:

- Titluri de creanţă emise cu o scadenţă de până şi inclusiv doi ani

II. Pasive incluse în baza de calcul a rezervelor minime obligatorii şi la care se aplică o rată a rezervelor minime obligatorii egală cu zero

Depozite:

- Depozite la termen cu o scadenţă de peste doi ani;
- Depozite rambursabile cu un preaviz de peste doi ani;
- Contracte de report.

Titluri de creanţă emise:

- Titluri de creanţă emise cu o scadenţă iniţială de peste doi ani.

III. Pasive excluse din baza de calcul a rezervelor:

- Angajamente faţă de alte instituţii supuse regimului rezervelor minime obligatorii al Eurosistemului;
- Angajamente faţă de BCE şi băncile centrale naţionale.

c) Instituţii obligate să deţină rezerve minime obligatorii

Potrivit Statutului SEBC şi al BCE (articolul 19.1), BCE impune instituţiilor de credit din statele membre obligaţia constituirii de rezerve minime obligatorii la BCE şi la băncile centrale naţionale, în conformitate cu obiectivele de politică monetară. Astfel, sucursalele din zona euro ale instituţiilor de credit care nu au sediu social în zona euro sunt, de asemenea, supuse regimului rezervelor minime obligatorii al Eurosistemului. Totuşi, sucursalele situate în afara zonei euro ale instituţiilor de credit stabilite în zona euro nu sunt supuse acestui regim.

Instituţiile de credit exonerate de obligaţia de constituire a rezervelor minime obligatorii sunt cele cărora le-a fost retrasă autorizaţia sau au renunţat la autorizaţie sau sunt supuse procedurii de lichidare. De asemenea, BCE poate exonera anumite instituţii, în cazul în care acestea sunt supuse măsurilor de reorganizare sau deciziei de îngheţare a fondurilor şi/sau altor măsuri impuse de Comunitatea Europeană sau de un alt stat membru.

BCE publică lista instituţiilor supuse obligaţiei de constituire a rezervelor minime obligatorii, precum şi lista instituţiilor exonerate din alte motive decât cele prezentate anterior.

---

[188] ECB – *Guideline of the European Central Bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/200/7 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, Official Journal of the European Union, L352/13.12.2006, p. 59, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_35220061213en00010090.pdf

d) Perioada de aplicare şi constituirea rezervelor minime obligatorii

Perioada pentru care se calculează îndeplinirea obligaţiei de constituire a rezervelor minime obligatorii (perioada de aplicare) începe în ziua decontării primei operaţiuni principale de refinanţare care urmează reuniunii Consiliului guvernatorilor în care a avut loc, conform ordinii de zi, evaluarea lunară a orientării politicii monetare. Această perioadă se încheie, în mod normal, în ziua anterioară zilei similare de decontare din luna următoare. BCE publică un calendar al perioadelor de aplicare a rezervelor cu cel puţin trei luni înainte de începutul fiecărui an. În condiţii excepţionale, calendarul publicat poate să fie modificat în funcţie de modificările în ordinea de zi a reuniunilor Consiliului Guvernatorilor printre alte modificări. Pe data de 29 mai 2009, BCE a publicat, pentru prima dată, calendarele orientative ale perioadelor de constituire a rezervelor minime obligatorii pentru următorii doi ani, urmând astfel uzanţa stabilirii calendarelor şedinţelor Consiliului guvernatorilor BCE[189].

Fiecare instituţie de credit trebuie să păstreze rezervele minime obligatorii în unul sau mai multe conturi de rezerve deschise la banca centrală naţională a statului membru în care este stabilită. În cazul instituţiilor care au mai mult de o unitate într-un stat membru, obligaţia de a constitui rezervele agregate pentru toate unităţile interne revine sediului social. Dacă o instituţie nu are sediul social într-un stat membru în care este stabilită, trebuie să desemneze o sucursală principală care devine astfel responsabilă cu constituirea rezervelor minime obligatorii agregate pentru toate unităţile instituţiei din respectivul stat membru. O instituţie de credit care are unităţi în mai multe state membre trebuie să constituie rezerve minime obligatorii la banca naţională a fiecărui stat membru în care are o unitate, în funcţie de baza de calcul a rezervelor din statul membru respectiv. Conturile curente ale instituţiilor deschise la băncile centrale naţionale pot fi folosite drept conturi de rezerve. Rezervele constituie în conturile curente pot fi utilizate pentru decontări efectuate pe parcursul zilei. Rezervele constituite zilnic de o instituţie corespund soldului contului de rezerve la închiderea zilei.

O instituţie are posibilitatea, cu aprobarea băncii naţionale a statului membru în care este rezidentă, de a constitui toate rezervele sale minime obligatorii în mod indirect, printr-un intermediar. O asemenea posibilitate este eliminată în cazul instituţiilor care sunt astfel constituite încât o parte a administraţiei (de exemplu, gestionarea operaţiunilor de trezorerie) este asigurată în mod normal de un intermediar (de exemplu, reţelele de bănci de economii şi cooperative de credit pot centraliza constituirea rezervelor).

e) Sancţiuni aplicate pentru neîndeplinirea obligaţiilor privind rezervele minime obligatorii

În cazul în care o instituţie de credit nu-şi îndeplineşte, parţial sau total, obligaţiile privind constituirea rezervelor minime poate să fie sancţionată astfel:

[189] ECB – „Press Release", 29 may, 2009, http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090529.en.html.

- plata unei penalităţi de până la 5 procente peste rata dobânzii aferentă facilităţii de creditare marginală, aplicată valorii rezervelor minime obligatorii pe care instituţia în cauză nu le-a constituit; sau
- plata unei penalităţi de până la de două ori rata dobânzii aferentă facilităţii de creditare marginală, aplicată valorii rezervelor minime obligatorii pe care instituţia în cauză nu le-a constituit; sau
- obligarea instituţiei în cauză să constituie depozite neremunerate la BCE sau la băncile centrale naţionale pentru o sumă de până la de trei ori valoarea rezervelor minime obligatorii pe care instituţia în cauză nu le-a constituit. Scadenţa depozitului nu poate fi mai mare decât perioada în care instituţia nu şi-a îndeplinit obligaţia de a constitui rezervele;
- în cazul unor încălcări grave ale obligaţiei de constituire a rezervelor minime, Eurosistemul poate suspenda accesul instituţiei de credit la operaţiunile de piaţă monetară;

În concluzie, succesul politicii monetare unice depinde de abilitatea Băncii Centrale Europene de a controla oferta de monedă, îndeplinindu-şi, astfel, responsabilităţile privind menţinerea stabilităţii preţurilor.

Sintetic, modificările înregistrate de cadrul operaţional al politicii monetare unice şi deciziile de politică monetară adoptate de BCE, în perioada decembrie 1998 – 3 septembrie 2009, sunt prezentate în Anexa 1.

6.6.3. Activele – garanţie utilizate în cadrul operaţiunilor de politică monetară ale Eurosistemului

Similar practicilor băncile centrale din toate statele lumii, operaţiunile de politică monetară ale Eurosistemului realizate în scopul furnizării de lichidităţi trebuie să aibă la bază un volum adecvat de garanţii, care să asigure protecţie împotriva pierderilor financiare.

Articolul 18.1 din Statutul SEBC şi al BCE autorizează BCE şi băncile centrale naţionale să efectueze tranzacţii pe pieţele financiare prin cumpărări şi vânzări simple de active – garanţie sau prin contracte repo şi solicită ca toate operaţiunile de creditare ale Eurosistemului să se bazeze pe garanţii corespunzătoare.

În anul 1998, ţinând seama de structurile financiare diferite ale statelor membre la începutul UEM, s-a adoptat un **„Cadru de garantare pe două paliere"**, care a prevăzut structurarea activelor eligibile pe două categorii, astfel:

- **„active de tipul 1"**, care au inclus titluri de creanţă negociabile ce îndeplineau criteriile de eligibilitate uniforme stabilite de BCE pentru zona euro. În această categorie s-au cuprins, de exemplu, certificatele de depozit emise de BCE, certificatele de depozit emise de băncile centrale naţionale anterior introducerii monedei euro în statul membru în cauză, alte titluri de creanţă tranzacţionabile emise de sectorul public, privat, instituţii internaţionale şi supranaţionale;

- **„active de tipul 2"**, în structura cărora s-au cuprins active complementare, tranzacţionabile şi netranzacţionabile, care prezintă o importanţă deosebită pentru pieţele financiare naţionale şi sistemele bancare naţionale. În cazul acestor active, criteriile de eligibilitate au fost stabilite de băncile centrale naţionale, însă trebuiau să fie aprobate de BCE.

„Cadru de garantare pe două paliere" a prezentat unele dezavantaje, cum ar fi: unele categorii de active nu erau eligibile decât în unele ţări astfel că nu se putea asigura aplicarea regimului de tratament egal în zona euro, care reprezintă un principiu important al cadrului de politică monetară al Eurosistemului. Astfel, Eurosistemul a elaborat un cadru de garantare unic, care este comun pentru toate operaţiunile sale de creditare. Acest cadru unic (denumit şi „lista unică") a intrat în vigoare la 1 ianuarie 2007 şi a înlocuit „Cadru de garantare pe două paliere" aplicat de la începutul celei de-a treia etapă a Uniunii Economice şi Monetare.

Cadrul unic cuprinde două categorii distincte de active, şi anume: **active tranzacţionabile** şi **active netranzacţionabile**. Cu excepţia faptului că activele netranzacţionabile nu sunt folosite de Eurosistem pentru tranzacţii simple, între cele două categorii de active nu există diferenţe în ceea ce priveşte calitatea activelor şi eligibilitatea acestora pentru diferite tipuri de operaţiuni de politică monetară ale Eurosistemului.

Contrapartidele Eurosistemului pot utiliza active eligibile şi în operaţiuni transfrontaliere[190], respectiv pot să obţină fonduri de la banca centrală naţională a statului membru în care sunt stabilite, folosind active care se află într-un alt stat membru.

Activele eligibile pot să fie utilizate în operaţiuni transfrontaliere prin intermediul modelului băncilor centrale corespondente (MBCC), în cadrul căruia băncile centrale naţionale acţionează în calitate de custozi („corespondenţi") unele faţă de celelalte (şi faţă de BCE) cu privire la activele acceptate la depozitarul lor local sau în sistemul de decontare. În afara acestui model, în cazul transferului transfrontalier al activelor tranzacţionabile se pot utiliza şi legăturile eligibile dintre sistemele de decontare a operaţiunilor cu instrumente financiare al UE.

Criteriile de eligibilitate pentru cele două categorii de active sunt uniforme pentu toată zona euro şi sunt prezentate, sintetic, în tabelul 9.

[190] ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, p. 55, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

BCU IAŞI CENTRUL UNIVERSITAR

Tabelul 9. Active eligibile pentru operaţiunile de politică monetară ale Eurosistemului

Criterii de eligibilitate	Active tranzacţionabile	Active netranzacţionabile	
Tipul activului	Certificate de datorie ale BCE Alte titluri de credit tranzacţionabile	Creanţe private	Titluri de credit garantate cu creanţe ipotecare asupra persoanelor fizice (RMBD**)
Standarde de creditare	Activul trebuie să respecte standarde ridicate de creditare	Debitorul/ garantul trebuie să respecte standarde ridicate de creditare	Activul trebuie să respecte standarde ridicate de creditare
Locul emiterii	SEE*	NA	NA
Proceduri de decontare/ utilizare	Locul decontării: zona euro Activul trebuie depus centralizat prin înscriere într-un cont la băncile centrale sau într-un sistem de decontare a operaţiunilor cu instrumente financiare, care îndeplineşte standardele minime ale BCE	Procedurile Eurosistemului	Procedurile Eurosistemului
Tipul de emitent/debitor /garant	Bănci centrale Sector public Sector privat Instituţii internaţionale şi supranaţionale	Sector public Societăţi nefinanciare Instituţii internaţionale şi supranaţionale	Instituţii de credit
Sediul emitentului/ debitorului/garantului	Emitent: SEE sau ţări G10, care nu aparţin SEE Garant: SEE	Zona euro	Zona euro
Pieţe acceptate	Pieţe reglementate Pieţe nereglementate acceptate de BCE	NA	NA
Moneda	Euro	Euro	Euro
Valoarea minimă	NA	Prag minim la momentul prezentării creanţei private. Între 1 ianuarie 2007 şi 31 decembrie 2011: - pentru utilizare internă: la alegerea BCN - pentru utilizare transfrontalieră: prag comun de 500.000EUR De la 1 ianuarie 2012:	NA

BCU IAŞI - FONDUL CENTRAL UNIVERSITAR

Criterii de eligibilitate	Active tranzacționabile	Active netranzacționabile	
		Prag minim comun de 500.000EUR în întreaga zonă euro	
Legea aplicabilă	În cazul titlurilor garantate cu active, activele - garanție trebuie achiziționate în conformitate cu legea unui stat membru UE	Contractul de creanță privată și „contractul de mobilizare" trebuie reglementate de legea unui stat membru din zona euro. Numărul total de legi aplicabile nu trebuie să fie mai mare de doi	NA
Utilizare transfrontalieră	DA	DA	DA

*SEE – Spațiul Economic European;
**RMBD – titlu de credit garantat cu creanțe ipotecare asupra persoanelor private.
Sursa: ECB – *The implementation of monetary policy in the euro area*, 2008, p. 40, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf

Întrebări

1. Care sunt organele de decizie ale BCE și responsabilitățile lor?
2. Caracterizați independența Băncii Centrale Europene.
3. Care sunt obiectivele și misiunile Sistemului European al Băncilor Centrale?
4. Ce semnificație are stabilitatea prețurilor, în calitate de obiectiv principal al politicii monetare unice?
5. Caracterizați strategia de politică monetară adoptată de Banca Centrală Europeană.
6. Care sunt instrumentele de politică monetară ale Băncii Centrale Europene?
7. Ce rol au operațiunile de open-market în cadrul Eurosistemului și care sunt formele lor?
8. Prezentați trăsăturile operațiunilor de open-market ale Eurosistemului.
9. Caracterizați instrumentele tehnice de realizare a operațiunilor de open-market.
10. Care sunt procedurile de realizare a operațiunilor de open-market?
11. Caracterizați procedura apelurilor de oferte.
12. Caracterizați procedurile bilaterale.
13. Caracterizați facilitățile permanente.
14. Caracterizați politica ratelor de dobândă ale Eurosistemului.
15. Prezentați trăsăturile sistemului rezervelor bancare minime obligatorii.

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

Bibliografie recomandată

1. Andrei, Liviu – *Euro*, Editura Economică, Bucureşti, 2003;
2. Angeloni, Ignazio, Kashyap, Anil, Mojon, Benoît – *Monetary Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003;
3. Bailly, Jean-Luc ş.a. – *Économie monétaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000;
4. Basno, Cezar, Dardac, Nicolae – *Integrarea monetar - bancară europeană*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 2001;
5. Brociner, Andrew – *Europa monetară. SME, UEM, moneda unică*, Editura Institutul European, Iaşi, 1999;
6. Constantin, Valentin (coordonator) – *Documentele de bază ale Comunităţii şi Uniunii Europene*, Ediţia a II a, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
7. Dănilă, Nicolae – *Euro - bipolarizarea monetară*, Editura Economică, Bucureşti, 1999;
8. ECB – „The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem", Monthly Bulletin, January, 1999, http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb199901en.pdf
9. Gerdesmeier, Dieter ş.a. – „The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and differences", *Working papers*, nº 742, 2007, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp742.pdf
10. Haan, Jakob de, Eijffinger, Sylvester C.W., Waller, Sandra – „The European Central Bank: credibility, transparency, and centralization", Massachusetts Institute of Technology, 2005;
11. Haan, Jacob de, Jensen, David Jan – „The communications policy of the European Central Bank: An overview of the first decate", *DNB Working Paper*, nº 212, June, 2009, http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20212_tcm46-219455.pdf
12. Issing, Otmar – „The role of money in the monetary policy strategy of the ECB", Eltville, 28 October 2005, http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp051028.en.html
13. Stoica, Ovidiu – *Integrare financiar – monetară europeană*, Editura Junimea, Iaşi, 2003;
14. Toma, Ramona – *Euro, moneda unică: între naţional şi internaţional*, Editura Continent, Sibiu, 2004;
15. Trichet, Jean Claude – „Supporting the financial system and the economy: key ECB policy actions in the crisis", 2009, http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090622.en.html;
16. Voinea, Gheorghe – *Relaţii valutar – financiare internaţionale*, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2007;
17. http://europa.eu/lisbon_treaty/index_ro.htm;
18. http://www.ecb.int/home/html/index.en.html.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 7

Politica monetară promovată de Banca Naţională a României şi instrumentele sale

Cuprinsul capitolului

7.1. Strategia de politică monetară a Băncii Naţionale a României. Aprecieri privind procesul de convergenţă nominală şi reală în România.
7.2. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a Băncii Naţionale a României
7.2.1. Particularităţi ale mecanismului de transmisie monetară în România
7.2.2. Funcţionarea mecanismului de transmitere a politicii monetare a Băncii Naţionale a României
7.3. Cadrul operaţional al politicii monetare a Băncii Naţionale a României
7.3.1. Mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale
7.3.2. Operaţiunile de piaţă monetară (open-market) ale Băncii Naţionale a României
7.3.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii.

Obiective

1. Cunoaşterea strategiei de politică monetară a BNR
2. Cunoaşterea şi înţelegerea particularităţilor politicii monetare a BNR
3. Perceperea şi înţelegerea particularităţilor mecanismului de transmitere a politicii monetare a BNR
4. Cunoaşterea instrumentelor de politică monetară ale BNR şi perceperea mutaţiilor produse în planul acestora.

Cuvinte-cheie

Politică monetară, strategia de politică monetară a BNR, mecanism de transmitere a politicii monetare a BNR, operaţiuni de piaţă monetară, facilităţi permanente, rezerve bancare minime obligatorii.

Introducere

Progresele înregistrate de economia românească, în special în perioada de după anul 2000, precum şi necesitatea îndeplinirii unor exigenţe impuse de integrarea în UE, au impus, în mod firesc, schimbările semnificative şi în planul conceperii şi implementării politicii monetare a BNR.

La 1 ianuarie 2007, odată cu dobândirea de către România a statutului de ţară membră a UE, BNR a devenit parte integrantă a Sistemului European al Băncilor Centrale, iar guvernatorul BNR şi viceguvernatorul coordonator al afacerilor europene participă la reuniunile trimestriale ale Consiliului General al Băncii Centrale Europene.

În acest nou context, acţiunile întreprinse de BNR au vizat eliminarea restricţiilor administrative din politica monetară (de exemplu, de la 1 ianuarie 2007, Consiliul de Administraţie a BNR a decis eliminarea limitei de 300% din fondurile proprii impusă băncilor privind volumul creditelor în valută acordate) şi utilizarea doar a instrumentelor indirecte de politică monetară (operaţiunile de piaţă monetară, facilităţile permanente şi sistemul rezervelor bancare minime obligatorii) în scopul asigurării dezvoltării unui sistem financiar sănătos şi eficient.

Modificările semnificative produse în cadrul operaţional al politicii monetare a BNR au vizat, pe de o parte, creşterea rolului dobânzilor în cadrul mecanismului de transmitere a impulsurilor monetare, iar pe de altă parte, armonizarea cu setul de instrumente şi proceduri al Băncii Centrale Europene.

În perioada următoare, politica monetară a BNR are ca obiectiv central asigurarea treptată a convergenţei nominale şi reale cu ţările UE, urmărindu-se intrarea monedei naţionale în ERM II (Exchange Rate Mechanism) în perspectiva anului 2012 şi adoptarea monedei euro în anul 2014.

7.1. Strategia de politică monetară a Băncii Naţionale a României. Aprecieri privind procesul de convergenţă nominală şi reală în România

Potrivit Legii nr. 312/2004 privind Statutul Băncii Naţionale a României[191], **obiectivul fundamental al BNR este asigurarea şi menţinerea stabilităţii preţurilor**, iar principala atribuţie o reprezintă elaborarea şi aplicarea politicii monetare.

Atât literatura de specialitate cât şi practica demonstrează că atingerea acestui obiectiv final al politicii monetare poate să fie realizată prin utilizarea diverselor strategii de politică monetară[192]. În România, strategia de politică monetară practicată de BNR până în anul 2005 a fost **ţintirea agregatelor monetare**. În cadrul acestei strategii, obiectivul intermediar (specific) al politicii monetare a fost reprezentat de masa monetară în sens larg (M2), iar obiectivul operaţional urmărit a fost controlul bazei monetare (M0). Însă, în anumite momente, mai ales după anul 2001, politica monetară promovată de BNR a utilizat, în calitate de ancoră antiinflaţionistă, **cursul de schimb**. Prin urmare, se

[191] art. 2 din *Legea nr. 312/2004 privind statutul Băncii Naţionale a României*, în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 582 din 30 iunie 2004.

[192] prezentate în capitolul III.

poate aprecia că strategia de politică monetară practicată de fapt de BNR, până în luna august 2005, a fost o **îmbinare între ţintirea agregatelor monetare şi ţintirea cursului de schimb**.

Din luna august 2005, BNR a trecut la implementarea unei noi strategii de politică monetară, şi anume **ţintirea directă a inflaţiei**. Această strategie de politică monetară a fost menţionată ca fiind opţiunea majoră a BNR, încă din anul 2001, în cadrul Programului Economic de Preaderare a României la Uniunea Europeană.

Adoptarea de către BNR a strategiei de ţintire directă a inflaţiei a avut la bază mai multe argumente, printre care[193]:

- *scăderea eficienţei strategiei de ţintire a agregatelor monetare* datorită relaţiei instabile dintre acestea şi inflaţie;
- *influenţa negativă pe care ar fi avut-o liberalizarea contului de capital asupra strategiei de ţintire a cursului de schimb*;
- *necesitatea realizării unei dezinflaţii sustenabile*, inclusiv din perspectiva convergenţei cu Uniunea Europeană.

Adoptarea mai devreme de luna august 2005 a strategiei de ţintire directă a inflaţiei nu a fost posibilă deoarece în România nu erau îndeplinite toate precondiţiile necesare pentru adoptarea acestei strategii, printre care[194]:

✓ rata inflaţiei se situa la un nivel exprimat prin două cifre;

✓ dominanţa fiscală era semnificativă ca urmare a influenţei exercitate de Ministerul Finanţelor Publice asupra pieţelor financiare, care erau insuficient dezvoltate;

✓ măsurile de politică monetară au avut o eficienţă scăzută datorită întârzierii reformelor structurale din economie, dar şi excedentului net de lichiditate al sistemului bancar, care a determinat reducerea rolului pieţei monetare interbancare şi a ratei dobânzii interbancare în transmiterea impulsurilor monetare asupra economiei reale;

✓ capacitatea de prognoză a băncii centrale nu era suficient dezvoltată.

Preocupările Băncii Naţionale de creare a cadrului organizatoric, tehnic şi decizional necesar implementării noii strategii de politică monetară au durat 16 luni şi au beneficiat de asistenţă tehnică acordată de Fondul Monetar Internaţional şi de Banca Naţională a Cehiei (care a adoptat strategia de ţintire directă a inflaţiei în anul 1998). Astfel, BNR a adoptat decizia de a implementa strategia de ţintire directă a inflaţiei începând cu luna august 2005, ca urmare a progreselor înregistrate în ceea ce priveşte îndeplinirea precondiţiilor necesare pentru adoptarea acestei strategii, şi anume:

- *rata anuală a inflaţiei s-a situat la un nivel exprimat printr-o singură cifră*; în anul 2004, pentru prima dată după 1990, România a înregistrat o rată a

---

[193] Isărescu, Mugur – „Probleme ale politicii monetare într-o ţară emergentă. Cazul României", 2008, http://www.bnr.ro/Prezentari-si-interviuri-1332.aspx

[194] Isărescu, Mugur – „Probleme ale politicii monetare într-o ţară emergentă. Cazul României", 2008, http://www.bnr.ro/Prezentari-si-interviuri-1332.aspx

inflației exprimată print-o singură cifră, respectiv 9,3% față de 15,3% la finele anului 2003; în august 2005, rata anuală a inflației s-a situat la nivelul de 8,85%.

• *menționarea explicită a stabilității prețurilor în calitate de obiectiv fundamental al politicii monetare și sporirea gradului de independență* (instituțională, operațională, financiară și de personal) *a BNR*, cel puțin ca urmare a modificărilor aduse de noul statut al BNR (Legea nr. 312/2004 care a înlocuit Legea nr.101/1998);

• *BNR și-a consolidat credibilitatea* prin rezultatele pozitive înregistrate în procesul de dezinflație din anii anteriori, dar și prin sporirea transparenței, a gradului de comunicare cu publicul;

• *sectorul bancar a devenit mai stabil și solid*, prin îmbunătățirea supravegherii și reglementării bancare, precum și prin creșterea gradului de intermediere bancară;

• *dominanța fiscală s-a restrâns semnificativ și s-a îmbunătățit coordonarea dintre politica fiscală și politica monetară*;

• *îmbunătățirea mecanismului de transmitere a politicii monetare*, în special prin activarea canalului ratei dobânzii;

• *cursul de schimb a devenit mult mai flexibil*. Până în anul 2004, politica de curs de schimb a BNR s-a caracterizat prin intervenții frecvente pe piața valutară, care au determinat o flexibilitate redusă a cursului de schimb. În luna noiembrie 2004, BNR a adoptat decizia de flexibilizare a cursului de schimb, intervenind mai puțin frecvent pe piața valutară. O asemenea decizie a BNR a fost necesară atât pentru pregătirea următorului pas de liberalizare a contului de capital (accesul nerezidenților la depozite la termen în lei – aprilie 2005) cât și pentru pregătirea implementării strategiei de țintire directă a inflației, care impune ca cerință esențială un curs de schimb flexibil;

• *BNR și-a îmbunătățit capacitatea de prognoză a inflației*[195]. Având în vedere importanța modelării și a prognozelor macroeconomice în cadrul strategiei de țintire directă a inflației, în aprilie 2004 a fost creată Direcția Modelare și Prognoze Macroeconomice, ca structură distinctă în cadrul BNR. De asemenea, BNR a acordat atenție constituirii unui grup de lucru interdepartamental, care să asigure perfecționarea tehnicilor de prognoză a creșterii economice și a ratei inflației, dezvoltarea cadrului de prognoză pe termen mediu, restructurarea Raportului asupra inflației (dezvoltarea secțiunii referitoare la perspectivele inflației prin prezentarea proiecției BNR privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre, a incertitudinilor și riscurilor aferente inflației; includerea unei subsecțiuni privind evaluarea de politică monetară a perspectivelor inflației) etc.

Strategia de țintire directă a inflației practicată de BNR se caracterizează prin următoarele trăsături[196]:

---

[195] BNR – *Raport anual*, 2004, p. 176, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

[196] a se vedea http://www.bnr.ro/Tintirea-directa-a-inflatiei-711.aspx

- **exprimarea ţintei de inflaţie în termenii indicelui preţurilor de consum** (calculat de Institutul Naţional de Statistică), având în vedere familiaritatea publicului cu acest indicator, dar şi necesitatea asigurării transparenţei şi credibilităţii deciziilor de politică monetară. De asemenea, BNR acordă importanţă şi inflaţiei de bază, care este calculată de banca centrală prin indicele CORE1 şi CORE2 (a se vedea caseta de mai jos);

Inflaţia de bază[197] reflectă sursele persistente ale presiunilor inflaţioniste şi se determină prin eliminarea din inflaţia totală a efectelor unor şocuri tranzitorii, cum ar fi: corecţii aplicate preţurilor administrate, modificări intervenite în regimul impozitelor indirecte, variaţii semnificative ale preţului internaţional al petrolului, manifestarea unor condiţii climaterice nefavorabile.

CORE1 reprezintă o formă de măsurare a inflaţiei de bază şi reflectă variaţia preţurilor libere. Indicele CORE1 se calculează pe baza IPC din care se exclud preţurile administrate (de exemplu, preţul la energia electrică, termică, gaze naturale, transport de călători pe cale ferată etc).

CORE2 constituie o altă formă de exprimare a inflaţiei de bază şi reflectă variaţia preţurilor libere şi cu volatilitate relativ redusă. Indicele CORE2 se calculează pe baza IPC din care se exclud preţurile administrate şi cele cu volatilitate ridicată (legume, fructe, ouă, combustibil).

- **stabilirea ţintei ca punct central încadrat de un interval de variaţie** (+/-1 puncte procentuale) în scopul ancorării eficiente a anticipaţiilor inflaţioniste.
- **anunţarea ţintelor anuale de inflaţie** (decembrie/decembrie) pentru un orizont de timp de doi ani, ceea ce arată perspectiva necesară pe termen mediu a politicii monetare. Iniţial, orizontul de previziune a fost de şase trimestre şi a fost prelungit, la începutul anului 2006, la opt trimestre;
- **stabilirea ţintei de inflaţie de către BNR în consultare cu guvernul.**
- **continuarea practicării flotării controlate a cursului de schimb;**
- **definirea clauzelor de exonerare** (a se vedea caseta de mai jos) datorită posibilităţii manifestării unor şocuri semnificative, care sunt în afara controlului băncii centrale şi care condiţionează responsabilitatea băncii pentru atingerea ţintelor de inflaţie. De asemenea, prin stabilirea clauzelor de exonerare se urmăreşte şi creşterea credibilităţii băncii centrale.

Clauzele de exonerare[198] presupun definirea ex ante a unui set restrâns de circumstanţe, independente de influenţa politicii monetare, care condiţionează responsabilitatea BNR pentru atingerea ţintelor de inflaţie stabilite.

Clauzele de exonerare se referă la:

- creşteri semnificative ale preţurilor externe ale materiilor prime, surselor de energie şi ale altor bunuri;

[197] BNR – *Glosar*, http://www.bnr.ro/Glosar-2444.aspx
[198] http://www.bnr.ro/Clauze-de-exonerare-3372.aspx

- calamităţi naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, care au impact inflaţionist prin intermediul costurilor şi al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieţei produselor agricole;
- fluctuaţii ample ale cursului de schimb datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne şi a implementării politicii monetare a BNR;
- abateri majore ale preţurilor administrate de la programul de corecţii anunţat de guvern, atât în ceea ce priveşte amplitudinea acestora, cât şi respectarea calendarului de aplicare propus;
- abaterea de la program a implementării şi a rezultatelor politicii fiscale şi a celei a veniturilor.

Politica monetară promovată de BNR, în contextul strategiei de ţintire directă a inflaţiei, s-a caracterizat, până în ultimul trimestru al anului 2008, printr-un grad sporit de restrictivitate, fiind orientată în direcţia continuării procesului de dezinflaţie. De exemplu[199], numai în intervalul februarie - iulie 2008, BNR a majorat de cinci ori consecutiv rata dobânzii de politică monetară, respectiv de la 8% la 10,25%. De asemenea, restrictivitatea politicii monetare s-a manifestat şi prin menţinerea ratelor rezervelor minime obligatorii la nivelul de 20% pentru pasivele în lei (cu scadenţa reziduală mai mică de 2 ani) şi 40% pentru pasivele în valută.

Deşi politica monetară promovată de BNR a înregistrat rezultate pozitive în lupta împotriva inflaţiei, este de menţionat, iar practica demonstrează acest aspect, faptul că atingerea obiectivului fundamental de asigurare şi menţinere a stabilităţii preţurilor nu se poate realiza decât prin susţinerea politicii monetare de celelalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice (în special, de politica fiscal- bugetară), precum şi prin continuarea reformelor structurale.

Din luna septembrie 2009, în contextul declanşării crizei financiare şi economice globale, caracterul politicii monetare a BNR s-a modificat, aşa cum vom vedea la paragraful 7.3.

În ceea ce priveşte perspectivele strategiei de ţintire directă a inflaţiei, **BNR urmăreşte să menţină această strategie cel puţin până la intrarea în ERM II** (Exchange Rate Mechanism) deoarece această strategie ar asigura îndeplinirea graduală a criteriilor de convergenţă nominală (stabilite prin Tratatul de la Maastricht) şi sprijinirea procesului de convergenţă reală.

Potrivit primei ediţii a Programului de Convergenţă la moneda euro (publicat în ianuarie 2007 şi care prezintă calendarul propus de autorităţile române pentru adoptarea monedei euro), România nu va adera la ERM II, premergător adoptării monedei euro, mai devreme de anul 2012, ca urmare a necesităţii realizării unor reforme care să crească capacitatea şi flexibilitatea economiei de a face faţă şocurilor asimetrice. De asemenea, se menţionează că ţara noastră va rămâne doi ani în acest mecanism, perioadă minimă solicitată de UE în vederea adoptării monedei euro, pentru a se asigura că economia este pregătită să adere la Uniunea Monetară.

[199] BNR – *Raport anual*, 2008, p. 32, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

Tratatul de la Maastricht stabilește că țările care vor deveni membre ale UE nu vor adopta automat moneda unică euro, ci vor participa obligatoriu la ERM II, cel puțin doi ani, perioadă de timp în cadrul căreia nu sunt admise devalorizări unilaterale.

Prin urmare, înainte de adoptarea monedei euro, orice țară membră a UE trebuie, mai întâi, să intre în mecanismul ERM II, care presupune o marjă maximă de variație a monedei naționale față de euro de ±15%. Țările membre ale UE din afara zonei euro trebuie să participe cel puțin doi ani la mecanismul ERM II înainte de a trece la moneda euro, perioadă de timp în cadrul căreia trebuie îndeplinite criteriile de convergență nominală prevăzute prin Tratatul de la Maastricht.

Intrarea leului românesc în ERM II este condiționată de îndeplinirea criteriilor de convergență nominală și de progresele înregistrate de România în ceea ce privește reducerea decalajelor din economia reală pentru a se minimiza perioada de participare la ERM II. Din această perspectivă, în opinia guvernatorului BNR, intrarea prematură a țării noastre în ERM II ar putea prelungi perioada de așteptare, iar, pe de altă parte, amânarea excesivă poate să slăbească motivația pentru realizarea de reforme în economie.

Prin prisma criteriilor de la Maastricht, rezultatele obținute de România la nivelul indicatorilor de convergență nominală sunt prezentate în tabelul 10.

Prin prisma criteriului de convergență nominală referitor la **rata inflației**, la nivelul anului 2008, decalajul dintre rata medie anuală a inflației din România (7,9%) și valoarea de referință de 4,% (calculată prin adăugarea a 1,5% la rata medie a inflației din cele trei state membre ale UE cu cele mai scăzute rate ale inflației) este de 3,9%. Ținând cont de decalajul care ne desparte de rata medie a inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene și, chiar de rata medie a inflației din UE-27, autoritățile naționale trebuie să acorde, în continuare, atenție consolidării procesului dezinflaționist către starea de stabilitate a prețurilor.

În ceea ce privește **rata dobânzii pe termen lung**, aceasta s-a situat peste valoarea de referință de 6,2%. Cu privire la modul de îndeplinire a acestui criteriu, se apreciază că este dificil de formulat o concluzie deoarece piața obligațiunilor de stat pe termen lung din România se caracterizează printr-un nivel redus al lichidității. Emisiunile de obligațiuni de stat pe termen lung au o frecvență redusă; de exemplu, în anul 2008 au avut loc nouă emisiuni cu scadența de 5 ani și nicio emisiune cu scadența de 10 ani. De asemenea, piața secundară nu este suficient de lichidă, ceea ce împiedică formarea unui preț bine fundamentat.

Tabelul 10. Criteriile de la Maastricht. Indicatorii de convergenţă nominală

Indicatori de convergenţă nominală	Criteriile de la Maastricht	România 2008
Rata inflaţiei exprimată prin IAPC [1] (% medie anuală)	< 1,5% peste media celor mai performanţi trei membri UE	7,9 (4,0*)
Rata dobânzilor pe termen lung (% pe an)	< 2% peste media celor mai performanţi trei membri UE din perspectiva stabilităţii preţurilor	7,7 (6,2*)
Cursul de schimb faţă de euro (apreciere(+)/depreciere (-) procentuală maximă faţă de media pe 2 ani[2])	+/- 15%	+9,7/-14,6
Deficitul bugetului consolidat (% în PIB)	Sub 3%	5,4
Datoria publică (% în PIB)	Sub 60%	13,6

[1] Indicele armonizat al preţurilor de consum;
[2] Pentru anul 2008, a fost calculată aprecierea/deprecierea maximă pe perioada 2007- 2008 comparativ cu media înregistrată în decembrie 2006, pe baza datelor zilnice;
* nivel de referinţă.

Sursa: BNR – *Raport anual*, 2008, p. 134, http://www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Anuale/RA2008.pdf

Criteriul ratei dobânzii este strâns legat de criteriul inflaţiei astfel că, pe măsura consolidării dezinflaţiei, România va putea îndeplinii şi acest criteriu.

Prin prisma criteriilor privind **situaţia finanţelor publice**, se pot face următoarele aprecieri.

- în ceea ce priveşte **deficitul bugetului general consolidat**, la nivelul anului 2008 s-a înregistrat o depăşire semnificativă a plafonului de 3% din PIB, ca urmare a creşterii semnificative a cheltuielilor publice şi a reducerii PIB, în contextul actualei crize. Comparativ, în perioada 2001- 2007, România a îndeplinit acest criteriu;

- cu privire la **ponderea datoriei publice totale în PIB**, România îndeplineşte cu uşurinţă acest criteriu.

Variabila curs de schimb este examinată de BCE pentru perioada (de cel puţin 2 ani) în care ţara care solicită aderarea la zona euro este membră a ERM II. Leul românesc nu participă, deocamdată, la ERM II astfel că nu este definită o paritate centrală în raport cu care să poată fi apreciată încadrarea fluctuaţiilor cursului de schimb în marja de +/- 15%. Dacă avem în vedere, perioada 2007-2008, cursul de schimb EUR/RON, a înregistrat o marjă de fluctuaţie de +9,7/-14,6 faţă de media lunii de referinţă, decembrie 2006. Prin urmare, evoluţia cursului de schimb se încadrează în marja standard de fluctuaţie a ERM II.

Stabilitatea cursului de schimb depinde de îndeplinirea criteriului privind rata inflaţiei, cele două variabile fiind, totodată, în relaţie de interdependenţă. Astfel, o rată mai scăzută a inflaţiei determină un curs de schimb mai stabil, iar,

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

la rândul său, o apreciere în termeni reali a monedei naționale poate să antreneze o rată mai scăzută a inflației.

Tratatul de la Maastricht prevede și realizarea unei **convergențe juridice**, în sensul compatibilității legislației naționale a fiecărui stat membru cu derogare, inclusiv a statutului băncii centrale naționale cu prevederile comunitare în ceea ce privește: *independența băncii centrale*; *interzicerea oricărei posibilități de finanțare directă de către banca centrală a instituțiilor publice și a accesului privilegiat al instituțiilor publice la resursele instituțiilor financiare*; *integrarea juridică deplină a băncii centrale în Eurosistem*; *ortografierea unitară a monedei euro*. Prin prisma Raportului de convergență elaborat de BCE, în mai 2008, România nu îndeplinește toate criteriile de convergență juridică. Astfel, Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană recomandă modificarea Legii nr. 312/2004 privind Statutul BNR (fiind semnalate aspecte privind independența băncii centrale, finanțarea monetară și accesul privilegiat)[200].

Deși Tratatul de la Maastricht face referiri exprese doar la criteriile de convergență nominală, instituțiile comunitare susțin ferm necesitatea realizării de către statele candidate la Uniunea Monetară a unui grad ridicat de convergență reală, care să asigure coeziunea structurilor economiilor statelor membre și ale celor candidate.

Convergența reală presupune reducerea diferențelor dintre țări cu privire la nivelul productivității muncii și al prețurilor, ceea ce semnifică creșterea veniturilor din țările în curs de dezvoltare către nivelul existent în țările dezvoltate.

Procesul de convergență reală poate fi cuantificat prin: PIB/locuitor, productivitatea muncii, structura economiei, gradul de deschidere a economiei etc.[201].

a) PIB/locuitor

La finele anului 2008, PIB pe locuitor, exprimat la standardul puterii de cumpărare, s-a situat la numai 43,5% din media UE-25.

b) Productivitatea muncii

La nivelul anului 2008, corelația economică fundamentală, și anume creșterea mai rapidă a productivității muncii comparativ cu creșterea salariilor, nu a fost respectată, salariul mediu brut în industrie înregistrând o creștere anuală de 22,2% în perioada ianuarie – septembrie 2008 în timp ce productivitatea muncii a înregistrat o creștere anuală de numai 9,89%. Astfel, politica monetară a BNR întâmpină dificultăți suplimentare în lupta împotriva inflației.

c) Structura economiei

Sub acest aspect este de menționat, de exemplu, existența unui decalaj semnificativ între economia românească și economiile statelor din UE în ceea ce privește ponderea serviciilor în PIB (55,4% în România, în anul 2008, comparativ cu media din UE-25 (71,9 %).

---

[200] BNR – *Raport anual*, 2007, p. 15, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.
[201] BNR – *Raporl anual*, 2007, pp. 16 -17, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

d) Gradul de deschidere a economiei

Deşi România se caracterizează printr-un grad ridicat de deschidere a economiei (calculat ca raport între suma importurilor şi a exporturilor de bunuri şi servicii şi PIB), respectiv 62,6% în anul 2008, ocupă o poziţie inferioară comparativ cu alte ţări din regiune, membre ale UE (Bulgaria, Cehia, Polonia, Ungaria), al căror grad de deschidere economică a fost, în anul 2008, între 71% şi 148% din PIB. Totodată, este de remarcat faptul că în România deschiderea economică este susţinută în mult mai mică măsură de exporturi (24,6% din PIB în anul 2008), în timp ce în cazul ţărilor menţionate (cu excepţia Bulgariei), importurile şi exporturile de bunuri şi servicii au contribuţii relativ echilibrat (între 33 şi 74% din PIB).

În concluzie, aderarea României la Mecanismului Cursului de Schimb II (ERM II), în perspectiva anului 2012, şi la zona Euro, în perspectiva anului 2014, este condiţionată de înregistrarea unor performanţe semnificative atât în ceea ce priveşte criteriile de convergenţă nominală, cât şi cele de convergenţă reală. Prin prisma convergenţei nominale, punctul critic al economiei româneşti îl reprezintă, în continuare, rata inflaţiei la care se adaugă, comparativ cu anii anteriori, deficitul bugetului general consolidat, care, la nivelul anului 2008, a înregistrat o depăşire semnificativă a plafonului de 3% din PIB. Cu privire la procesul de convergenţă reală, se remarcă existenţa unui decalaj semnificativ comparativ cu alte ţări, mai ales în ceea ce priveşte PIB pe locuitor. În acest context, se poate aprecia că una dintre priorităţile României o reprezintă consolidarea procesului de dezinflaţie şi realizarea unei creşteri economice durabile, care să-i permită reducerea decalajelor faţă de alte ţări din UE.

În ceea ce priveşte politica monetară promovată de BNR, aceasta este în continuare orientată în direcţia consolidării procesului de dezinflaţie şi a asigurării ratei inflaţiei pe termen mediu la niveluri compatibile cu definiţia de stabilitate a preţurilor adoptată de BCE[202]. În contextul economic actual, marcat de criza financiară mondială, misiunea Băncii Naţionale nu este deloc uşoară dacă avem în vedere faptul că, prin cadrul operaţional al politicii monetare, banca centrală urmăreşte, pe de o parte, atingerea obiectivului său fundamental (stabilitatea preţurilor) şi, implicit, consolidarea criteriului de convergenţă nominală referitor la rata inflaţiei şi, pe de altă parte, revigorarea activităţii de creditare bancară, care a fost influenţată semnificativ de criza actuală. De asemenea, scăderea economică şi creşterea semnificativă a şomajului, în contextul actual, pot să afecteze negativ procesul de convergenţă reală.

[202] BNR – *Raport anual*, 2008, p. 44, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

BCU CLUJ / BABEŞ-BOLYAI UNIVERSITY

7.2. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a BNR

7.2.1. Particularități ale mecanismului de transmisie monetară în România

În România, perioada de tranziție la economia de piață s-a caracterizat prin grave dezechilibre economice și sociale. Urmare a inflației ridicate, agravate în contextul liberalizării în etape a prețurilor din economia românească, **politica monetară promovată de BNR a avut un pronunțat caracter restrictiv.** Deși BNR a majorat semnificativ, în special, în perioada 1993 - 1997, ratele de dobândă la creditele de refinanțare, urmărind să le stabilească la un nivel real pozitiv, ele au rămas la nivele real negative și au avut un rol modest în transmiterea impulsurilor de politică monetară (a se vedea datele din tabelul 11).

Pe ansamblul perioadei 1993 - 1998, *politica monetară promovată de BNR s-a caracterizat printr-o eficiență scăzută*, în principal, ca urmare a întârzierii reformelor structurale. În condițiile predominării întreprinderilor și băncilor cu capital de stat, caracterul restrictiv al politicii monetare a BNR nu a avut efectul scontat, inflația înregistrând un ritm accelerat. De asemenea, politica monetară a întâmpinat dificultăți în transmiterea semnalelor corecte către economia reală, măsurile de politică monetară afectând inegal participanții pe piețe. Deși ratele de dobândă s-au situat la niveluri extrem de ridicate, întreprinderile de stat au continuat să contracteze împrumuturi astfel că s-a înregistrat o creștere semnificativă a creditelor restante. Pe de altă parte, agenții economici cu capital privat au fost puternic afectați, în condițiile în care, urmare a slabei dezvoltări a pieței de capital, singura alternativă de finanțare era creditul bancar.

Tabelul 11. Evoluția ratelor de dobândă practicate de BNR și de băncile comerciale, în perioada 1993-1998

- % -

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Banca Națională a României						
Dobânzi medii active	120,5	62,4	47,2	40,32	52,6	40,6
Dobânzi medii pasive	34,9	43,2	9,1	12,0	18,8	13,8
Băncile comerciale						
Dobânzi medii active	80,6	60,6	43,7	50,6	60,4	63,7
Dobânzi medii pasive	71,5	47,4	36,7	41,0	45,7	54,6
Rata inflației	256,1	136,7	32,3	38,8	154,8	59,1

Sursa: BNR – *Raport anual*, 1998, p. 29*, 30*.

Canalul creditului bancar şi **al ratei dobânzii** au fost aproape inactive, atât datorită factorilor cererii, cât şi a celor ai ofertei de credite bancare[203]. În ceea ce priveşte cererea, în condiţiile unei rate ridicate a inflaţiei şi, prin urmare, a ratelor de dobândă, populaţia şi agenţii economici (în special cu capital privat) au manifestat o cerere scăzută de credite bancare. Pe partea ofertei de credite bancare, în condiţiile instabilităţii şi ritmului lent al reformelor din sectorul real al economiei, băncile au manifestat prudenţă şi aversiune ridicată faţă de risc, fiind, astfel, reticente în creditarea economiei reale. Un asemenea comportament s-a manifestat datorită alternativelor de câştig oferite de speculaţiile pe piaţa valutară (până la mijlocul anului 1999), dar, mai ales, de plasamentele în instrumente ale băncii centrale şi în titluri de stat (care au oferit, până la mijlocul anului 2000, randamente superioare creditului neguvernamental). În acest context, **transmiterea impulsurilor de politică monetară spre piaţa creditelor şi a depozitelor a fost inegală şi puternic asimetrică.**

În baza celor prezentate, putem afirma că, în perioada de până în anul 2000, **mecanismul de transmitere a politicii monetare a avut o eficienţă scăzută.** Posibilităţile BNR de a influenţa economia reală au fost reduse, în condiţiile în care sistemul bancar era dominat de câteva bănci, care nu depindeau de resurse atrase de la BNR, deficitele bugetare erau finanţate de sectorul bancar, iar volumul creditelor bancare acordate era scăzut.

Activarea canalelor de transmitere a politicii monetare a BNR

Din anul 2000, în contextul reformelor întreprinse în economia românească, *politica monetară restrictivă promovată de BNR a avut rezultate pozitive.* Procesul de dezinflaţie şi creşterea concurenţei pe piaţa bancară au determinat instituţiile de credit să reducă, atât dobânzile active şi pasive pentru operaţiunile în lei, cât şi marja dintre acestea.

De asemenea, *anul 2000 marchează începutul procesului de refacere a intermedierii financiare şi a conexiunilor dintre variabilele financiare şi economia reală.*

Potrivit studiilor de specialitate[204], un *rol fundamental în propagarea impulsurilor monetare îl are structura sistemului financiar.* În România, evoluţiile înregistrate de sistemul financiar (a se vedea tabelul 12), în perioada de după anul 2000, au determinat creşterea eficienţei mecanismului de transmitere a politicii monetare.

Sistemul financiar românesc este dominat de sectorul bancar (a se vedea datele din tabelul 12), astfel că transmiterea impulsurilor politicii monetare este mult mai sensibilă la caracteristicile şi la modul de funcţionare a acestuia. Prin

---

[203] Antohi, Dorina, Udrea, Ioana, Braun, Horia – „Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România", *Caiete de studii* nr. 13/2003, p. 20, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6786.

[204] Cecchetti, Stephan G. – „Legal Structure, Financial Structure, and The Monetary Policy Transmission Mechanism", *Working Papers* nº 7151, June, 1999, http://www.nber.org/papers/w7151.pdf?new_window=1.

urmare, **mutațiile înregistrate de sectorul bancar românesc**, în perioada de după anul 2000, **au determinat modificări importante în transmiterea deciziilor de politică monetară asupra economiei reale.** În acest context, este de remarcat **predominarea proprietății private** în cadrul sectorului bancar (a se vedea datele din tabelul 12), care a îmbunătățit mecanismul de transmitere a politicii monetare. De asemenea, se constată **prezența semnificativă a capitalului privat străin**, care are efecte pozitive concretizate în o mai bună guvernanță corporatistă la nivelul sectorului bancar, creșterea eficienței în administrarea riscului și întărirea stabilității sectorului bancar. Însă, prezența băncilor străine poate să reducă eficiența transmiterii deciziilor de politică monetară, deoarece au acces mai facil la finanțarea externă, fiind mai puțin dependente de atragerea de resurse de pe piața internă. De asemenea, ținând cont de crizele actuale de pe pieţele financiare internaționale, capitalurile străine pot să transmită, prin contagiune, o parte din riscuri către sistemul financiar național. O altă caracteristică a sectorului bancar românesc cu impact asupra mecanismului de transmitere a politicii monetare o reprezintă **gradul de concentrare**, care determină ca impactul deciziilor de politică monetară să fie receptat și transmis inegal în economie[205].

Tabelul 12. Caracteristicile sistemului financiar românesc, în perioada 2000- 2008

INDICATORI	2000	2002	2005	2006	2007	2008
Ponderea activelor bancare în totalul activelor sistemului financiar	20,4	86,35	83,7	83,8	82,16	82,76
Ponderea activelor bancare în PIB	30,6	31,9	44,76	50,6	61,5	62,4
Concentrarea pe piață (primele cinci bănci din sistem/total active; în procente)	65,5	62,8	58,8	60,3	56,4	54,4
Ponderea activelor deținute de băncile cu capital majoritar privat în total active ale sistemului bancar	53,9	59,6	94	94,5	94,5	94,7
Ponderea activelor deținute de băncile cu capital majoritar străin în total active ale sistemului bancar	50,9	56,4	62,2	88,6	87,8	88,3
Capitalizarea bursieră în PIB (%)	3,8	6,05	19,52	21,28	27,3	11,47

Sursa: BNR – *Rapoarte anuale*, 2000-2006; *Raport asupra stabilității financiare*, 2008, 2009, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

Canalul creditului bancar

Un indiciu semnificativ al progreselor înregistrate de sectorul bancar românesc îl reprezintă **creșterea însemnată a ponderii creditului negu vernamental în PIB** (de la 9,3% în anul 2000 la 39,3% în anul 2008), care ilustrează o

[205] Pocan, Ioana Mihaela – *Politicile monetare și piața de capital din România,* Editura Economică, București, 2005, p.16.

schimbare pozitivă în atitudinea instituţiilor de credit faţă de economia reală şi revenirea la funcţia tradiţională de intermediere financiară.

Refacerea procesului de intermediere financiară şi deblocarea canalului creditului bancar, după anul 2000, au fost determinate de schimbările intervenite în planul ofertei şi al cererii de credite. În ceea ce priveşte oferta de credite, sporirea acesteia a fost determinată de scăderea randamentelor la plasamentele fără risc (la BNR şi în titluri de stat), reducerea riscului de creditare a economiei reale (pe fondul evoluţiilor favorabile ale acesteia), existenţa unui exces de lichiditate în sectorul bancar şi de intensificarea competiţiei pe piaţa bancară. Refacerea cererii de credite s-a produs pe fondul accelerării creşterii economice, al reducerii instabilităţii macroeconomice şi al scăderii ratelor de dobândă. În ultimii ani, creşterea semnificativă a cererii de credite a fost influenţată şi de creşterea veniturilor populaţiei, scăderea ratelor de dobândă percepute de bănci, în contextul creşterii concurenţei pe piaţa bancară, precum şi de aprecierea monedei naţionale în prima parte a anului 2007, care a încurajat angajarea de credite în valută [206].

În ultimii ani, în România, ca de altfel şi în alte ţări din Europa Centrală şi de Est, expansiunea semnificativă a creditului a fost finanţată de intrările masive de capitaluri străine (în urma eliminării restricţiilor privind contul de capital), în special, prin intermediul sistemului bancar, stimulate de existenţa unei însemnate diferenţe pozitive de dobândă şi de anticiparea aprecierii pe termen lung a monedei naţionale[207]. În acest context, s-a înregistrat o creştere a excedentului pe piaţa valutară interbancară, accentuarea presiunilor în sensul aprecierii monedei naţionale şi sporirea eforturilor de sterilizare ale BNR.

O modificare semnificativă, cu efecte pozitive asupra eficienţei mecanismului de transmitere a politicii monetare şi, implicit asupra economiei, a înregistrat **structura pe scadenţe a creditului neguvernamental**. Comparativ cu anul 2001, când doar 8% din credite erau acordate pe termen mai mare de 5 ani, la finele anului 2008, ponderea acestei categorii de credite a ajuns să reprezinte 56% din totalul creditului neguvernamental[208].

O altă evoluţie notabilă, cu impact asupra mecanismului de transmitere a politicii monetare, o reprezintă **structura creditului neguvernamental, în funcţie de moneda de denominare** (a se vedea figura 48). Creşterea semnificativă a ponderii creditelor în valută, în special, în perioada 2002- 2005, a determinat adoptarea unor măsuri de ordin prudenţial[209] din partea BNR în

---

[206] BNR – *Raport asupra stabilităţii financiare*, 2008, p. 32, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

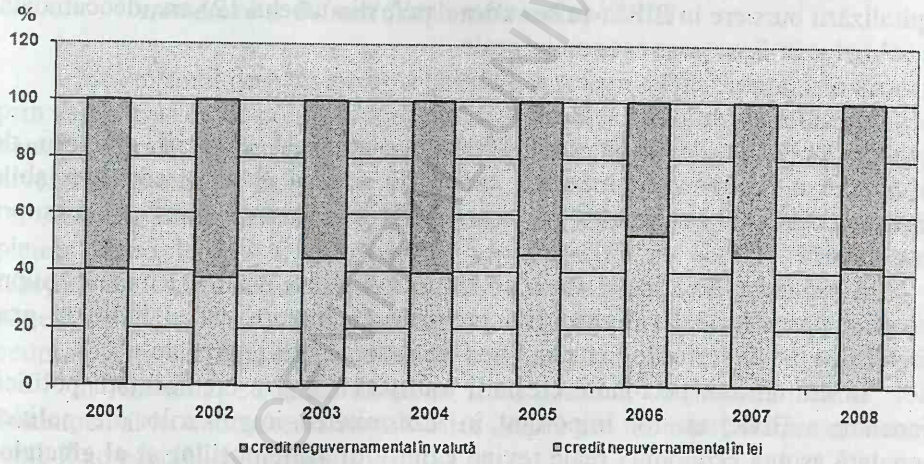
[207] Isărescu, Mugur – *Probleme ale politicii monetare într-o ţară emergentă. Cazul României*, Barcelona, 2008, p. 25, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885.

[208] BNR – *Raport asupra stabilităţii financiare*, 2009, p. 36, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

[209] Normele BNR nr. 10/2005 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice; Normele BNR nr. 11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din

vederea ameliorării structurii creditului neguvernamental, apropierii structurii acestuia de structura lei/valută a economisirii, precum şi a diminuării riscurilor pentru stabilitatea financiară. Urmare a măsurilor adoptate de BNR, s-a înregistrat o scădere a ponderii creditului în valută, iar creditul în lei devine preponderent, la finele anului 2006. Însă, pe fondul aprecierii semnificative a monedei naţionale, în prima parte a anului 2007, a renunţării de către banca centrală la măsurile de prudenţă bancară privind limitarea creditelor în valută (abrogarea Normei nr. 11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută), precum şi a accesului facil al instituţiilor de credit la sursele de finanţare externe, la finele anului 2008 creditul în valută înregistrează o creştere a ponderii la aproximativ 58% din creditul neguvernamental[210]. O asemenea evoluţie a determinat BNR să înăspreasc cerinţele de provizionare a creditelor acordate de bănci debitorilor expuşi la riscul valutar.

Figura 48. Evoluţia structurii creditului neguvernamental, din punct de vedere al monedei de denominare, în perioada 2001- 2008



Sursa: Date prelucrate pe baza Buletinului lunar al BNR nr.12/2006, p. 36-38, Buletinului lunar al BNR nr.1/2009, p. 36-37, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

Canalul ratei dobânzii

Simultan cu revigorarea canalului creditului, pe fondul refacerii procesului de intermediere financiară, s-a înregistrat şi o **revigorare a canalului ratei dobânzii**, aceste două componente ale mecanismului de transmisie monetară aflându-se în relaţii de intercondiţionare. Comparativ cu perioada de

credite în valută; majorarea rezervelor minime obligatorii la depozitele în valută, de la 25% în anul 2002, la 40% în prezent.

[210] BNR – *Raport asupra stabilităţii financiare*, 2008, p. 33, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

până în anul 2000, când elasticitatea cererii de credite şi a depozitelor bancare faţă de rata dobânzii era scăzută, în ultimii ani se înregistrează o creştere a eficienţei canalului ratei dobânzii, atât în ceea ce priveşte relaţia bancă centrală – bănci comerciale, cât şi relaţia bănci comerciale – clienţi. Astfel, variaţiile ratei dobânzii de politică monetară au impact direct asupra ratelor de dobândă practicate de bănci în relaţiile cu clienţii nebancari.

În luna mai 2008, în scopul îmbunătăţirii rolului de semnal al ratei dobânzii şi a creşterii eficienţei mecanismului de transmitere a deciziilor de politică monetară asupra economiei reale, BNR a decis reducerea scadenţei operaţiunilor standard de atragere de depozite de la două săptămâni la o săptămână şi restrângerea amplitudinii coridorului format de ratele dobânzilor la facilităţile permanente la valoarea de ± 4 puncte procentuale.

Canalul preţului activelor financiare

În România, impactul politicii monetare asupra economiei reale prin intermediul preţului activelor financiare este redus. Deşi, în perioada 2005 – 2007, piaţa de capital a înregistrat o dezvoltare semnificativă, prin creşterea capitalizării bursiere în PIB[211] (a se vedea datele din tabelul 12) are, deocamdată, un rol redus în finanţarea economiei reale.

Canalul cursului de schimb

În perioada de după anul 2000, în contextul creşterii gradului de deschidere a economiei româneşti, cursul de schimb a reprezentat variabila monetară cea mai importantă prin care BNR şi-a exercitat influenţa asupra economiei.

Acest canal de transmitere a politicii monetare a BNR are impact asupra evoluţiei preţurilor, atât direct, prin preţurile de import, cât şi indirect, prin efectele asupra exporturilor nete şi, implicit, asupra cererii agregate[212].

În ultimii ani, pe fondul creşterii transparenţei şi a credibilităţii politicii monetare a BNR, un rol important în transmiterea impulsurilor de politică monetară asupra economiei reale revine **canalului anticipaţiilor şi al efectelor de semnalizare.**

În concluzie, politica monetară promovată de BNR, în perioada de după anul 2000, a avut un rol determinant în procesul dezinflaţionist, iar eficienţa transmiterii deciziilor de politică monetară asupra economiei reale a sporit, pe fondul evoluţiilor pozitive înregistrate de economia naţională, în general, şi de sistemul bancar, în special.

Transmiterea deciziilor de politică monetară a BNR asupra economiei reale prin canalul creditului şi al ratei dobânzii este în curs de consolidare. Eficienţa acestor canale de transmitere a politicii monetare a fost diminuată,

[211] la nivelul anului 2008, se constată o scădere dramatică a ponderii capitalizării în PIB, pe fondul crizei financiare internaţionale actuale.

[212] a se vedea paragraful 7.2.2.

până în ultimul trimestru al anului 2008, de excedentul net de lichiditate din sistemul bancar, de ponderea ridicată a creditelor în valută și de manifestările de hazard moral. Din luna octombrie 2008, BNR se află în poziția de creditor net față de sistemul bancar, pentru prima dată de la finele anilor '90, astfel că se așteaptă o creștere a rolului pieței monetare interbancare și a ratei dobânzii de pe această piață în transmiterea acțiunii ratei dobânzii de politică monetară asupra celorlalte variabile financiare.

În perspectiva dezvoltării semnificative a pieței de capital se va înregistra o creștere a rolului canalului prețului activelor financiare în cadrul mecanismului de transmisie monetară.

În scopul atingerii obiectivului său fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, politica monetară a BNR trebuie să dispună de un mecanism de transmisie coerent și funcțional prin care să influențeze variabilele macroeconomice reale.

7.2.2. Funcționarea mecanismului de transmitere a politicii monetare a Băncii Naționale a României

Mecanismul de transmitere a politicii monetare a BNR reprezintă procesul prin care măsurile de politică monetară adoptate de Consiliul de Administrație al băncii centrale influențează, prin diferite canale, economia reală și, în final, nivelul general al prețurilor.

Politica monetară are impact asupra economiei reale prin intermediul piețelor financiare și al anticipațiilor participanților pe acestea. Prin urmare, reacțiile declanșate de deciziile de politică monetară se fac simțite, mai întâi, pe piețele financiare, iar ulterior se repercutează asupra cheltuielilor, producției, ocupării forței de muncă și, în final, asupra prețurilor.

În România, sistemul financiar fiind dominat de sectorul bancar, rolul fundamental în transmiterea impulsurilor de politică monetară asupra economiei reale îl au băncile comerciale.

Schematic, mecanismul de transmitere a politicii monetare a BNR este prezentat în figura 49 .

Pentru a evidenția impactul deciziilor de politică monetară asupra economiei reale și, în final, asupra prețurilor, punctul de plecare este reprezentat de instrumentul principal al politicii monetare, și anume **rata dobânzii de politică monetară**[213]. Aceasta influențează economia reală și, în final, nivelul prețurilor prin intermediul **ratelor de dobândă de pe piața interbancară** (pentru detalii a se vedea caseta de mai jos), **cursului de schimb** și prin **canalul anticipațiilor cu privire la inflație**.

[213] a se vedea paragraful 7.3.2.

Ratele de dobândă ale pieţei interbancare reprezintă, potivit reglementărilor BNR[214], nivelurile ratelor dobânzii determinate liber de instituţiile de credit participante pe piaţa respectivă pentru operaţiunile de atragere şi plasare de depozite, precum şi operaţiuni cu instrumente ale pieţei monetare, la vedere şi la termen, în monedă naţională.

Instituţiile de credit participante pe piaţa monetară interbancară sunt obligate să coteze ratele de dobândă pentru următoarele scadenţe:

O/N (overnight) – o zi; T/N (tomorrow/next) – o zi cu data decontării în ziua lucrătoare următoare datei tranzacţiei; 1M (1 Month) – o lună; 3M (3 Months) – 3 luni; 6M (6 Months) – 6 luni; 9M (9 Months) – 9 luni; 12M (12 Months) – 12 luni.

Ratele de dobândă de referinţă ale pieţei monetare interbancare[215] (ROBID şi ROBOR) sunt calculate şi publicate zilnic de BNR. Ele servesc ca punct de referinţă în stabilirea ratelor de dobândă practicate de o bancă în relaţiile cu clienţii ei.

Rata de referinţă ROBID (Romanian Interbank Bid Rate) este rata medie a dobânzii pentru depozitele în lei atrase pe piaţa monetară interbancară. Ea se calculează ca medie aritmetică a ultimelor rate cotate de cele 10 instituţii de credit participante la fixing[216] pentru depozitele atrase într-un interval de 15 minute după eliminarea extremelor.

Rata de referinţă ROBID serveşte ca punct de referinţă în stabilirea ratei dobânzii bonificate de o bancă pentru depozitele atrase de la clienţii nebancari; dobânda bonificată este mai mică decât ROBID, banca urmărind să-şi asigure un profit din diferenţa.

Rata de referinţă ROBOR (Romanian Interbank Offer Rate) este rata medie a dobânzii pentru creditele în RON acordate pe piaţa interbancară). Ea se calculează ca medie aritmetică a ultimelor rate cotate de cele 10 instituţii de credit participante la fixing pentru depozitele plasate într-un interval de 15 minute după eliminarea extremelor.

Rata de referinţă ROBOR serveşte ca punct de referinţă în stabilirea ratei dobânzii percepute de o bancă pentru creditele acordate clienţilor nebancari; dobânda percepută este mai mare decât ROBOR deoarece banca trebuie să-şi acopere costul resurselor obţinute din creditele contractate pe piaţa interbancară.

Ratele de referinţă ROBID şi ROBOR pot să servească şi ca punct de ancorare a ratei dobânzii variabile la creditele acordate de bănci sau la obligaţiuni (de exemplu, un credit ipotecar în RON este acordat la o rată a dobânzii stabilită astfel: (ROBID+ROBOR)/2 plus o marjă reprezentând x puncte procentuale).

În perioada octombrie – noiembrie 2008, creşterea neîncrederii între bănci, pe fondul crizei financiare internaţionale actuale, a determinat creşteri semnificative şi brutale ale ratelor de dobândă de pe piaţa interbancară. În acest context, Banca Naţională – apreciind că este vorba de creşteri nerealiste ale ratelor dobânzilor interbancare – a instituit posibilitatea de a suspenda temporar publicarea indicilor ROBID/ROBOR[217], în cazul în care cotaţiile pentru depozitele plasate (ROBOR) ale participanţilor la calculul

---

[214] *Norma nr. 14 din 1 noiembrie 2007 privind modificarea şi completarea Normei nr. 4/1995 privind funcţionarea pieţei monetare interbancare*, în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 751 din 6 noiembrie 2007.

[215] a se vedea BNR – *Reguli privind stabilirea ratelor de referinţă ROBID şi ROBOR*, http://www.bnro.ro/Reglementari-ale-pietei-monetare--2104.aspx

[216] activităţile desfăşurate pentru stabilirea ratelor de referinţă ROBID şi ROBOR pentru depozitele în RON pe piaţa monetară interbancară.

[217] BNR – *Norma nr. 12 din 24 octombrie 2008 pentru completarea Normei nr. 4/1995 privind funcţionarea pieţei monetare interbancare*, în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 727 din 28 octombrie 2008.

ratelor medii ale dobânzilor interbancare depășesc cu mai mult de 25% nivelul ratei dobânzii la facilitatea de creditare. În această situație, BNR va publica indicii ROBID/ROBOR stabiliți astfel: ROBID pentru toate scadențele se va situa la nivelul ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit a băncii centrale; ROBOR pentru toate scadențele, la nivelul ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare a băncii centrale.

Banca Națională are posibilitatea, prin cadrul operațional al politicii monetare, în special prin operațiunile de piață monetară (iar în cadrul acestora, prin rata dobânzii de politică monetară), să influențeze ratele de dobândă interbancare, care, la rândul lor, influențează ratele de dobândă practicate de bănci în relațiile cu clienții nebancari.

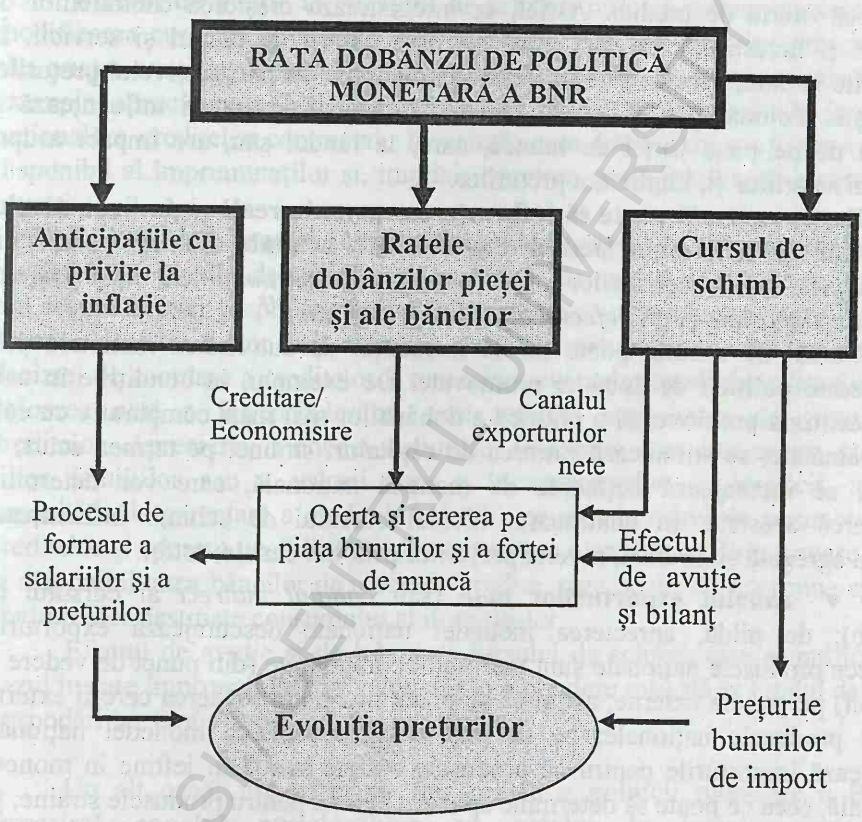


Figura 49. Mecanismul de transmitere a politicii monetare a BNR

Sursa: prelucrare după BNR – *Aspecte privind procesul de prognoză în cadrul BNR și modelul de analiză și previziune pe termen mediu*, 2007, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885; a se vedea și http://www.bnr.ro/Mecanismul-de-transmisie-a-politicii-monetare-712.aspx

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Rata dobânzii de politică monetară are impact direct asupra ratelor de dobândă de pe piaţa interbancară, deoarece banca centrală are capacitatea de a influenţa, prin operaţiunile de politică monetară, volumul de lichidităţi al pieţei. La rândul lor, *variaţiile ratelor de dobândă de pe piaţa interbancară influenţează nivelul ratelor de dobândă practicate de bănci la depozite şi credite*, care au impact asupra deciziilor de consum, investiţii, economisire şi, în final, asupra cererii agregate din economie. De exemplu, o scădere a ratelor de dobândă stimulează consumul, investiţiile şi descurajează economisirea. Pe de altă parte, scăderea ratelor de dobândă antrenează reducerea riscului de nerambursare a împrumuturilor contractate, care determină băncile să-şi sporească oferta de credite. Astfel, se înregistrează creşterea cheltuielilor de consum şi investiţii, care determină sporirea cererii de bunuri şi servicii. În condiţiile în care, cererea este mai mare comparativ cu oferta, nivelul preţurilor va creşte. Totodată, modificarea cererii de bunuri şi servicii influenţează şi situaţia de pe piaţa forţei de muncă, care, la rândul său, are impact asupra formării salariilor şi, implicit, a preţurilor.

Banca centrală poate să influenţeze economia reală şi, în final, **nivelul preţurilor şi prin intermediul cursului de schimb**. Variaţiile acestuia influenţează nivelul preţurilor prin *canalul exporturilor nete*, al *preţurilor bunurilor importate* şi prin *efectul de avuţie şi de bilanţ*[218].

Cursul de schimb poate să fie influenţat de autoritatea monetară prin intermediul politicii de dobânzi promovate. De exemplu, în condiţiile în care banca centrală promovează o politică a dobânzilor mai mari comparativ cu cele din străinătate, se stimulează intrarea de capitaluri străine, pe termen scurt, în ţară şi se încurajează deţinerea de monedă naţională, care vor determina aprecierea acesteia. În continuare, nivelul cursului de schimb influenţează cererea agregată şi, în final, nivelul preţurilor prin trei canale, astfel:

- ✓ **canalul exporturilor nete** (sau *canalul indirect* al cursului de schimb); de pildă, aprecierea monedei naţionale descurajează exporturile deoarece produsele naţionale sunt mai puţin competitive (din punct de vedere al preţului) pe pieţele externe, astfel că se poate înregistra scăderea cererii externe pentru produsele naţionale; pe de altă parte, aprecierea monedei naţionale stimulează importurile pentru că produsele străine sunt mai ieftine în monedă naţională, ceea ce poate să determine sporirea cererii pentru produsele străine; pe ansamblu, rezultă o scădere a cererii globale de bunuri şi servicii naţionale;
- ✓ **canalul preţurilor bunurilor importate** (sau canalul direct al cursului de schimb);

Variaţiile cursului de schimb se transmit rapid asupra nivelului preţurilor prin intermediul preţului bunurilor importate. În condiţiile în care moneda naţională se apreciază, preţul în monedă naţională al bunurilor importate poate să scadă şi, astfel, se poate înregistra o reducere a inflaţiei;

---

[218] BNR – *Mecanismul de transmisie a politicii monetare*, http://www.bnr.ro/Mecanismul-de-transmisie-a-politicii-monetare712.aspx

✓ **canalul efectului de avuție și de bilanț**, care reflectă influența exercitată de modificarea cursului de schimb asupra consumului, investițiilor, ofertei de credite bancare prin impactul său asupra averii gospodăriilor familiilor și a valorii nete a întreprinderilor.

Avuția (averea) unei gospodării familiale sau valoarea netă a unei întreprinderi reprezintă diferența dintre valoarea activelor deținute și valoarea datoriilor.

Variațiile cursului de schimb antrenează modificarea avuției gospodăriilor familiilor și a valorii nete a întreprinderilor prin influența exercitată asupra valorii de piață a activelor și datoriilor exprimate în monedă națională și în valută.

Efectul de avuție al cursului de schimb reflectă influența exercitată de modificarea cursului de schimb asupra consumului, investițiilor prin impactul său asupra avuției gospodăriilor familiilor și valorii nete a întreprinderilor. De exemplu, aprecierea monedei naționale determină reducerea costului în monedă națională a creditelor contractate în valută, care antrenează creșterea venitului disponibil al împrumutaților și, implicit, sporirea posibilităților de a consuma și investi.

Efectul de bilanț al cursului de schimb exprimă influența exercitată de modificarea cursului de schimb asupra ofertei de credite bancare prin impactul său asupra avuției gospodăriilor familiilor și valorii nete a întreprinderilor. După cum se știe, un factor important de care țin seama băncile în fundamentare deciziei de acordare a creditelor îl reprezintă averea gospodăriilor familiilor sau valoarea netă a întreprinderilor, care reflectă capacitatea de garantare a creditelor. Aprecierea monedei naționale determină creșterea averii gospodăriilor familiilor sau a valorii nete a întreprinderilor și, implicit, sporirea capacității de garantare a creditelor. Astfel, se reduce riscul de nerambursare a creditelor și sporesc posibilitățile de contractare a creditelor. Prin urmare, crește și disponibilitatea băncilor de a acorda credite, care poate să determine sporirea cheltuielilor destinate consumului și investițiilor.

Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb este semnificativ în cazul în care împrumuturile în valută dețin o pondere ridicată în totalul datoriilor gospodăriilor familiilor și al întreprinderilor.

Un alt canal important de transmitere a politicii monetare a BNR îl reprezintă **canalul anticipațiilor cu privire la inflație** (așteptărilor inflaționiste)[219]. Prin modificarea ratei dobânzii de politică monetară, banca centrală semnalează participanților pe piețe orientarea politicii sale. Mesajul transmis influențează anticipațiile firmelor cu privire la inflație, care au un rol fundamental în procesul de formare a prețurilor bunurilor de consum. De asemenea, anticipațiile cu privire la inflație influențează revendicările salariale. În condițiile în care acestea sunt satisfăcute, iar creșterea salariilor este mai mare

[219] BNR – *Importanța așteptărilor inflaționiste*, http://www.bnr.ro/Importanta-asteptarilor-inflationiste-3371.aspx

comparativ cu creşterea productivităţii muncii, se va înregistra creşterea costurilor care, la rândul lor, vor antrena[220] creşterea preţurilor bunurilor de consum şi, prin urmare, inflaţie.

Aşteptările inflaţioniste influenţează şi raportul dintre economisire şi consum. De exemplu, în condiţiile în care se anticipează creşterea inflaţiei, populaţia are tendinţa de a-şi spori consumul în defavoarea economisirii. Creşterea consumului şi descurajarea economisirii determină creşterea preţurilor bunurilor de consum.

Eficienţa canalului anticipaţiilor cu privire la inflaţie depinde de încrederea de care se bucură banca centrală. În condiţiile în care banca centrală dispune de un grad ridicat de credibilitate, se poate asigura ancorarea anticipaţiilor cu privire la inflaţie la un nivel scăzut, apropiat de ţintă.

Modificările ratei dobânzii de politică monetară se transmit asupra economiei reale după o anumită perioadă de timp, ca urmare a ajustării treptate a ratelor dobânzilor bancare. Întârzierile în transmiterea impulsurilor monetare, pe de o parte, şi relaţiile incerte dintre variabilele financiare şi cele reale, pe de altă parte, fac să apară dificultăţi în evaluarea exactă a impactului politicii monetare asupra economiei reale. Astfel, Banca Naţională este preocupată să deţină un volum semnificativ de informaţii cu privire la pieţe şi să transmită acestora semnale clare şi credibile cu privire la obiectivele urmărite.

7.3. Cadrul operaţional al politicii monetare a Băncii Naţionale României

În România, reorganizarea sistemului bancar pe două nivele (în urma iniţiativelor legislative din anul 1991), liberalizarea creditului şi a dobânzii au avut implicaţii importante asupra instrumentelor de politică monetară.

Ca urmare a acestor măsuri, instrumentele de control monetar direct (planificarea creditelor, fixarea nivelului ratei dobânzii etc.) au devenit mai puţin operaţionale, iar banca centrală nu mai deţine monopolul distribuirii creditelor în economie.

În acest context, BNR a introdus treptat, prin elaborarea de reglementări specifice, instrumentele de politică monetară indirecte – **mecanismul de refinanţare; rezervele bancare minime obligatorii; operaţiunile de piaţă monetară (open-market)** – şi asigură reglementarea generală a activităţii sectorului bancar.

7.3.1. Mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale

Mecanismul de refinanţare reprezintă un instrument de politică monetară prin care banca centrală îşi exercită funcţia de creditor de ultimă instanţă.

[220] în cazul în care nu sunt suportate de întreprinderi prin reducerea profitului.

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Creditele de refinanţare sunt credite pe termen scurt (maximum 90 zile) acordate în condiţii (termene, dobânzi, utilizare) stabilite de BNR şi au rolul de a alimenta cu lichidităţi băncile comerciale. Pentru aceste credite, băncile comerciale au obligaţia constituirii de garanţii, care diferă de la un tip de credit la altul.

În aprilie 1991, BNR a abandonat sistemul plafoanelor de credite pentru băncile comerciale şi a introdus refinanţarea societăţilor bancare pe baza unui credit global, în cadrul unui plafon stabilit la nivel de centrală.

În octombrie 1991, s-a aprobat primul regulament[221] de refinanţare a societăţilor bancare de către BNR, care a prevăzut următoarele tipuri de credite: **linia de credit** (sau creditul structural); **creditul de licitaţie** şi **creditul pe termen fix** (creditul special).

În anul 1994, creditele de refinanţare amintite se completează cu o nouă categorie, şi anume, **creditul pe descoperire de cont (overdraft)**.

În 1995, BNR a emis un nou regulament de refinanţare[222], care a instituit obligaţia băncilor comerciale de a constitui garanţii pentru creditele de refinanţare şi a introdus restricţii la creditarea pe descoperire de cont (care preia denumirea de credit lombard).

Potrivit noului regulament de refinanţare, s-au practicat patru categorii de credite acordate de BNR, şi anume:

- **Creditul structural** a reprezentat o formă de refinanţare prin care o societate bancară era autorizată să preleveze succesiv sume dintr-un cont deschis de BNR, până la un anumit plafon şi în cadrul unui interval de timp prestabilit. Acest credit era garantat cu efecte de comerţ şi alte titluri de valoare, acceptate de BNR. Rata dobânzii aferentă creditului structural, numită şi taxa oficială a scontului (taxa de rescont), era stabilită de BNR şi putea să fie modificată fără preaviz;

- **Creditul de licitaţie**, care a prefigurat operaţiunile de open-market, a reprezentat principala formă de refinanţare a băncilor comerciale. Acest credit s-a acordat pe termen de maximum 15 zile calendaristice şi era garantat cu titluri de stat şi cu alte hârtii de valoare acceptate de BNR. Creditul de licitaţie s-a acordat în cadrul unui plafon stabilit de BNR pentru ansamblul sistemului bancar, cu prilejul fiecărei şedinţe de licitaţie. Rata dobânzii pentru acest tip de credit era determinată în funcţie de cerere şi ofertă, fiind cel puţin egală cu nivelul de pornire stabilit de BNR;

- **Creditul special** s-a acordat băncilor aflate în criză de lichiditate, pe o perioadă de maximum 30 de zile şi era garantat cu titluri de stat, alte hârtii de valoare sau cu active reale aflate în patrimoniul băncilor comerciale. Acordarea acestui credit era condiţionată de prezentarea unui program de redresare financiară, acceptat de BNR, iar rata dobânzii se stabilea de aceasta;

---

[221] BNR – *Regulamentul privind condiţiile şi modul de efectuare a refinanţării societăţilor bancare de BNR*, în Monitorul Oficial nr. 217/1991.

[222] BNR – *Regulamentul privind condiţiile şi modul de efectuare a refinanţării societăţilor bancare de BNR*, în Monitorul Oficial nr. 164/1995.

• **Creditul lombard** sau **creditul „de pe o zi pe alta"** (day-to-day) a reprezentat o formă de refinanţare specială, menită să asigure efectuarea plăţilor zilnice ale unei bănci comerciale aflate în criză de lichiditate. Prin prisma practicii, creditul lombard era reprezentat de soldul debitor înregistrat la sfârşitul zilei de contul curent al unei bănci comerciale deschis la BNR. Acest sold se transfera automat în contul de credit lombard, iar mărimea lui nu trebuia să depăşească 75% din fondurile proprii ale băncii comerciale beneficiare. Creditul lombard era garantat prin titluri de stat şi alte hârtii de valoare acceptate de BNR, iar rata dobânzii era stabilită de banca centrală şi modificată fără preaviz.

Categoriile de credite practicate de BNR pentru refinanţarea băncilor comerciale au înregistrat variaţii însemnate de la o perioadă la alta.

Până în anul 1997, **creditul structural** a reprezentat forma principală de refinanţare a băncilor comerciale. În marea majoritate a cazurilor, creditele structurale au fost acordate în baza unor legi ale Parlamentului sau a unor hotărâri de Guvern pentru susţinerea anumitor sectoare ale economiei, în special, agricultură, energie şi minerit. Din 1997, autorităţile au optat pentru o subvenţionare transparentă a economiei prin intermediul bugetului de stat şi nu prin credite direcţionate acordate de banca centrală, astfel încât creditul structural a fost, de facto, abandonat.

În ceea ce priveşte **creditul lombard**, acesta a înregistrat, din 1997, niveluri reduse, iar apelul băncilor la acest credit a încetat înainte de intrarea în vigoare a Legii privind noul statut al BNR (Legea nr. 101/1998), care a interzis creditarea pe descoperire de cont a băncilor.

În perioada 1997 – 1998, refinanţarea s-a transformat, dintr-un instrument prin care banca centrală injecta lichidităţi în sistemul bancar, într-un instrument de absorbţie de lichidităţi (prin sistarea acordării de noi credite şi rambursarea celor vechi). Totodată, anul 1997 marchează debutul excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar românesc şi momentul trecerii BNR din poziţia de creditor în aceea de debitor net al sistemului bancar.

În perioada următoare, 1999 – 2000, problemele din sistemul bancar românesc (Bancorex, Bankcoop, Banca Agricolă, Banca Internaţională a Religiilor) au determinat Banca Naţională să revină la refinanţare, în scopul prevenirii unei crize sistemice.

În anul 2000, a fost reluată **refinanţarea prin creditul special** în favoarea Băncii Agricole aflată în proces de restructurare (2296 mld. lei), a Fondului de garantare a depozitelor în sistemul bancar, în scopul despăgubirii persoanelor fizice care au deţinut depozite la Bankcoop şi Banca Internaţională a Religiilor (3500 mld. lei), precum şi în favoarea CreditBank, în vederea restituirii depozitelor persoanelor fizice (393 mld. lei).

Analizând mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale de către BNR, se pot sublinia următoarele aspecte:

✓ funcţionarea şi eficienţa mecanismului de refinanţare au fost distorsionate prin faptul că, în anumite perioade, atât volumul refinanţării, cât şi

rata dobânzii aferentă acesteia au fost influenţate de hotărâri ale Guvernului sau legi ale Parlamentului şi nu au fost stabilite, în mod independent, de autoritatea monetară. În aceste condiţii, controlul lichidităţii din sistemul bancar a fost îngreunat, iar prin stabilirea pe cale administrativă (prin acte normative) a ratelor dobânzilor, acestea s-au situat, de multe ori, pe palierul real – negativ (ratele dobânzilor active ale BNR s-au situat, în perioada 1992 – 2000, sub rata inflaţiei), ceea ce semnifică utilizarea redusă a ratei dobânzii în calitate de instrument de politică monetară;

✓ acordarea de credite în baza unor acte normative şi nu pe criterii de piaţă a favorizat, pe moment, anumite bănci (cu capital de stat, în special, Bancorex şi Banca Agricolă), care au beneficiat de resurse ieftine fără să facă eforturi în acest sens;

✓ mecanismul de refinanţare a funcţionat corespunzător în situaţiile în care banca centrală a acţionat în calitate de împrumutător de ultimă instanţă. Este vorba de criza de lichiditate cu care s-au confruntat băncile Dacia Felix, CreditBank (în 1996) şi Bancorex (în decursul anului 1999). Prin asigurarea lichidităţilor necesare băncilor amintite, Banca Naţională a preîntâmpinat apariţia panicii în rândul deponenţilor şi, astfel, a menţinut stabilitatea sistemului bancar.

În contextul adoptării noii legi privind statutul BNR (Legea nr. 101/1998), mecanismul de refinanţare a băncilor comerciale înregistrează o modificare radicală adusă de Regulamentul[223] privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR şi facilităţile de creditare şi de depozit acordate de aceasta băncilor. Prin adoptarea acestui regulament s-a urmărit diversificarea şi modernizarea instrumentelor de politică monetară ale BNR în scopul alinierii la practicile în materie ale Uniunii Europene.

Potrivit regulamentului menţionat[224] şi ţinând seama de modificările şi completările ulterioare impuse de adoptarea noii legi privind statutul BNR (Legea nr. 312/2004), modificarea legii bancare (Legea nr. 58/1998 privind activitatea bancară a fost modificată prin Legea nr. 227/2007 pentru aprobarea Ordonanţei de Urgenţă a Guvernului nr. 99/2006 privind instituţiile de credit şi adecvarea capitalului) şi de aderarea României la Uniunea Europeană, facilităţile permanente la care instituţiile de credit au acces din propria iniţiativă îmbracă două forme, şi anume:

- facilitatea de creditare;
- facilitatea de depozit.

---

[223] BNR – *Regulamentul nr. 1/2000*, în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 142 din 5 aprilie, 2000.

[224] republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr.84 din 01.02.2008, în baza art. II din *Regulamentul BNR nr.7/2007 pentru modificarea şi completarea Regulamentului BNR nr.1/2000*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 719 din 24 octombrie, 2007.

Facilitatea de creditare (creditul lombard) permite unei instituţii de credit eligibile să obţină, de la BNR, un credit cu scadenţa de o zi, în schimbul unor garanţii şi la o rată a dobânzii predeterminată.

Caracteristicile principale ale creditului lombard[225] sunt următoarele:

✓ *se acordă participanţilor eligibili* (a se vedea caseta de mai jos) pe baza unei cereri scrise adresate Direcţiei operaţiuni de piaţă din cadrul BNR;

✓ *perioada de acordare a creditului lombard este overnight*;

✓ *rata lombard* (rata dobânzii pentru creditul lombard) *este stabilită de Consiliul de Administraţie al BNR*, în conformitate cu obiectivele de politică monetară şi reprezintă, de regulă, nivelul maxim (plafonul) al ratei dobânzii overnight a pieţei monetare;

✓ *rata lombard este anunţată în avans* de BNR, care o poate modifica în orice moment;

✓ *dobânda* la creditul lombard *se plăteşte odată cu rambursarea creditului*;

✓ *acordarea creditului lombard este condiţionată de colateralizarea (garantarea) acestuia cu active eligibile* (a se vedea caseta cu referiri la acestea).

Garanţiile trebuie să fie constituite până în momentul acordării creditului, iar valoarea acestora trebuie să acopere în proporţie de 100% creditul şi dobânda.

Participanţii eligibili cărora BNR le acordă facilităţi permanente şi cu care desfăşoară operaţiuni de piaţă monetară[226] sunt: băncile, băncile de credit ipotecar, casele centrale ale cooperativelor de credit, băncile de economisire şi creditare în domeniul locativ, persoane juridice române şi sucursalele din România ale instituţiilor de credit din state membre ale UE, respectiv din state terţe, cu excepţia sucursalelor din România ale instituţiilor de credit emitente de monedă electronică, care îndeplinesc următoarele criterii de eligibilitate:

- în cazul instituţiilor de credit - persoane juridice române, menţionate anterior, **constituirea de rezerve minime obligatorii** şi **încadrarea în** *prevederile reglementărilor BNR privind* **indicatorii de solvabilitate**;

- în cazul sucursalele din România ale instituţiilor de credit din state membre ale UE, respectiv din state terţe, cu excepţia sucursalelor din România ale instituţiilor de credit emitente de monedă electronică, **constituirea de rezerve minime obligatorii** şi **certificarea**, cel puţin anual, **de către autoritatea de supraveghere bancară** din ţara de origine a instituţiei de credit străine **a încadrării** acesteia **în prevederile reglementărilor de prudenţă bancară** în vigoare în ţara respectivă.

Pentru participarea la operaţiunile de piaţă monetară şi la facilităţile de creditare ale BNR ce implică tranzacţii cu titluri de stat şi/sau certificate de depozit, instituţiile de

[225] potrivit capitolului IV, secţiunea 1 din *Regulamentul nr.1/2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR şi facilităţile de creditare şi de depozit acordate de aceasta participanţilor eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

[226] potrivit art. 2 din *Regulamentul nr.1/2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR şi facilităţile de creditare şi de depozit acordate de aceasta participanţilor eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

credit eligibile trebuie să aibă și calitatea de participant la sistemul de depozitare și decontare SaFIR.

Pentru participarea la operațiunile de piață monetară în lei pe baze bilaterale efectuate de BNR, băncile și casele centrale ale cooperativelor de credit trebuie să dispună de un sistem operațional specific tip Reuters, Bloomberg etc., echipamente specifice pentru plăți și comunicații (sistem de înregistrare a convorbirilor telefonice, telex, swift, fax etc.)

Creditarea instituțiilor de credit de către BNR este reglementată și de Legea privind Statutul BNR[227], potrivit căreia banca centrală poate să acorde credite instituțiilor de credit, pe termene de până la 90 de zile, garantate cu active eligibile (titluri de stat, depozite constituite la BNR etc). Totodată, se interzice BNR creditarea pe descoperire de cont și orice alt tip de creditare a statului, autorităților publice centrale și locale, regiilor autonome, societăților naționale, companiilor naționale și altor societăți cu capital majoritar de stat (cu excepția instituțiilor de credit cu capital majoritar de stat). Odată cu aderarea României la UE, interdicția menționată se extinde și la organismele guvernate de legea publică și de companiile publice din statele membre.

Potrivit art. 26 din Legea privind Statutul BNR, în scopul asigurării stabilității financiare, BNR poate acorda instituțiilor de credit, în mod excepțional și numai de la caz la caz, și alte credite, negarantate sau garantate cu alte active decât cele prevăzute ca active eligibile.

Active eligibile[228]

Activele eligibile pentru tranzacționare și garantare sunt titlurile de stat, certificatele de depozit emise de BNR, alte categorii de active eligibile negociabile, stabilite în baza unei hotărâri a Consiliului de Administrație al BNR.

Activele eligibile sunt evaluate zilnic de către BNR la valoarea ajustată, determinată prin deducerea unor marje (haircut-uri), exprimate procentual, din valoarea de piață stabilită de banca centrală pentru toate categoriile de active eligibile.

Activele eligibile pentru tranzacționare și pentru garantare trebuie să îndeplinească, în mod cumulativ, următoarele condiții:

- să fie în proprietatea participantului eligibil prezentator;
- să nu fie gajate sau sechestrate;
- să aibă o scadență ulterioară scadenței operațiunii efectuate;
- să aibă cupoane scadente ulterior scadenței operațiunii efectuate;
- să nu fie emise de participantul eligibil prezentator.

[227] *Legea nr. 312 din 28.06.2004*, publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 582 din 30.06.2004.

[228] potrivit capitolului II din *Regulamentul nr.1/2000 privind operațiunile de piață monetară efectuate de BNR și facilitățile de creditare și de depozit acordate de aceasta participanților eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

Facilitatea de depozit permite unei instituţii de credit (în general, participanţilor eligibili) să-şi valorifice excesul de lichiditate prin constituirea de depozite cu scadenţa de o zi, la BNR, la o rată a dobânzii predeterminată.

Caracteristicile principale ale facilităţii de depozit[229] sunt următoarele:

- ✓ participanţii eligibili pot avea acces la facilitatea de depozit deschisă de BNR pe baza unei cereri scrise adresate Direcţiei operaţiuni de piaţă din cadrul BNR;
- ✓ perioada de acceptare a depozitelor de către BNR este overnight;
- ✓ depozitele acceptate sunt remunerate la o rată fixă a dobânzii;
- ✓ nivelul ratei dobânzii este stabilit de Consiliul de Administraţie al BNR în conformitate cu obiectivele sale de politică monetară şi reprezintă, în mod normal, pragul ratei dobânzii overnight a pieţei monetare;
- ✓ rata dobânzii este anunţată în avans de BNR, care o poate modifica în orice moment;
- ✓ dobânda la depozite se plăteşte la scadenţa depozitului.

Ratele de dobândă aferente facilităţilor permanente delimitează culoarul în cadrul căruia fluctuează ratele dobânzilor overnight pe piaţă.

Facilităţile permanente oferite de Banca Naţională instituţiilor de credit au drept scop:[230]

- să absoarbă sau să furnizeze lichiditate pe termen scurt (o zi);
- să semnalizeze orientarea politicii monetare;
- să contribuie la stabilizarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piaţa monetară interbancară prin coridorul format de ratele de dobândă aferente facilităţii de creditare şi de depozit.

Pentru îmbunătăţirea rolului atribuit facilităţilor permanente de a semnaliza orientarea politicii monetare şi de a contribui la stabilizarea ratelor dobânzilor de pe piaţa monetară interbancară, BNR a decis[231] ca nivelul ratelor de dobândă la facilităţile permanente să să se înscrie într-un coridor simetric de ± 4 puncte procentuale faţă de rata dobânzii de politică monetară (a se vedea figura 50).

Evoluţia facilităţilor permanente este prezentată în tabelul 13.

---

[229] potrivit capitolului IV, secţiunea 2 din *Regulamentul nr.1/2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR şi facilităţile de creditare şi de depozit acordate de aceasta participanţilor eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

[230] http://www.bnr.ro/Facilitatile-permanente-3329.aspx

[231] în şedinţa din 6 mai 2008.

BCU IAŞI - BIBLIOTECA UNIVERSITARĂ

Tabelul 13. Facilitățile permanente acordate instituțiilor de credit de către BNR, în perioada 2000 – iulie 2009

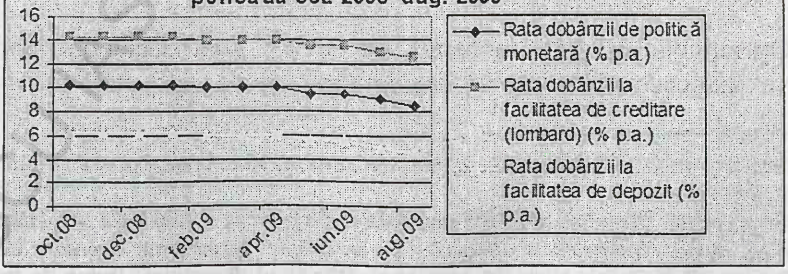
	dec 2000	dec 2004	dec 2005	dec 2006	dec 2007	oct. 2008	ian. 2009	iul. 2009
CREDIT								
• volum (mld lei)	-	-	-	-	-	48993,9	31501,3	1299,0
• rata dobânzii (% p.a.)	75,0	30,0	14,0	14,0	12	14,25	14,25	13
DEPOZIT								
• volum (mld lei)	552,6	100	13010,3	16569	1763,3	2134,7	6665,0	1240
• rata dobânzii (% p.a.)	5,0	5,0	1,0	1,0	2,0	6,25	6,25	5,00

Sursa: BNR – *Raport anual*, 2003, p. 227; *Buletin lunar* nr. 1/ 2005, p. 30; *Buletin lunar nr. 11/2006*, p. 25; *Buletin lunar* nr. 6/2009, p. 22.

Pe baza datelor din tabelul anterior se constată că, până în luna octombrie 2008, **facilitatea de creditare nu a fost utilizată de instituțiile de credit**, ca urmare a excesului de lichiditate din sistemul bancar românesc, respectiv a poziției de debitor net a BNR față de sistemul bancar. În luna octombrie 2008, **BNR s-a aflat în poziția de creditor net față de sistemul bancar**, pentru prima dată de la finele anilor '90, în condițiile în care instituțiile de credit au evitat să efectueze operațiuni între ele, pe fondul neîncrederii generate de criza financiară internațională actuală. Unele instituții de credit au accesat facilitatea permanentă de creditare, la o rată a dobânzii de 14,25% pe an, în condițiile în care ratele dobânzilor de pe piața interbancară au depășit în unele zile procentul de 100% pe an.

Din luna februarie 2009, BNR a inițiat un proces de relaxare a politicii monetare[232], concretizat prin reducerea ratei dobânzii de politică monetară, implicit, a ratelor de dobândă la facilitățile permanente, precum și prin diminuarea ratelor rezervelor minime obligatorii, ca urmare a diminuării riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a deteriorării activității economice, inclusiv a activității de creditare bancară (a se vedea figura 50 și tabelul 17).

Figura 50: Evoluția ratelor de dobândă ale BNR, în perioada oct. 2008- aug. 2009



Sursa: http://www.bnr.ro/Raport-statistic-606.aspx

[232] BNR – *Raport asupra inflației*, mai, 2009, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

7.3.2. Operaţiunile de piaţă monetară (open-market) ale Băncii Naţionale a României

Utilizarea politicii de open-market de către BNR în scopul reglării masei monetare a fost condiţionată de emisiunea titlurilor de stat. În anul 1994 a fost efectuată prima emisiune de titluri de stat astfel că au fost create premisele realizării operaţiunilor de open-market.

O perioadă de peste doi ani, utilizarea tranzacţiilor cu titluri de stat pentru reglarea lichidităţii din sistemul bancar a fost împiedicată, pe de o parte, de inexistenţa unor reglementări clare referitoare la astfel de operaţiuni, iar pe de altă parte de randamentele scăzute oferite de acestea. Până în aprilie 1997, plasarea emisiunilor de titluri de stat s-a realizat numai prin subscripţie publică.

Din decembrie 1996, ratele dobânzilor oferite de Ministerul Finanţelor au fost apropiate de nivelul ratelor dobânzilor de pe piaţa interbancară (adeseori chiar peste acest nivel) astfel încât atractivitatea plasamentelor în titluri de stat a sporit considerabil. Însă, pentru a se utiliza politica de open-market, era nevoie şi de piaţa secundară deoarece s-a interzis băncii centrale să cumpere titluri de stat de pe piaţa primară.

O etapă intermediară spre introducerea operaţiunilor de open-market a fost obligativitatea băncilor comerciale de a garanta creditele de refinanţare cu titluri de stat.

În aprilie 1997 a intrat în vigoare un nou Regulament[233] privind operaţiunile cu titluri de stat derulate prin BNR, în calitate de agent al statului, şi, astfel s-a creeat cadrul general atât pentru desfăşurarea activităţii pe piaţa primară, cât şi pe piaţa secundară a titlurilor de stat. Prin urmare, 1997 este anul în care BNR a iniţiat primele operaţiuni de open-market.

În cadrul tranzacţiilor cu titluri de stat, ponderea cea mai ridicată a fost deţinută de tranzacţiile între bănci şi, în cadrul acestora, majoritatea covârşitoare a fost reprezentată de intervenţii open-market ale băncii centrale realizate în scopul îndeplinirii obiectivelor sale de politică monetară.

În anul 2000, introducerea noului Regulament privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR, adaptat normelor utilizate de Banca Centrală Europeană, a permis băncii centrale să utilizeze noi instrumente cu caracter de piaţă.

Operaţiunile de piaţă monetară ale BNR[234] sunt operaţiuni realizate la iniţiativa băncii centrale şi implică una din următoarele tranzacţii:

---

[233] *Regulamentul nr. 2/1997 privind operaţiunile cu titluri de stat derulate prin BNR*, în Monitorul Oficial nr. 66/1997.

[234] potrivit art. 1 din *Regulamentul nr.1 din 30.03.2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de Banca Naţională a României şi facilităţile permanente acordate de aceasta participanţilor eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008, în baza art. II din *Regulamentul BNR nr.7/2007 pentru modificarea şi completarea Regulamentului BNR nr.1/2000*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 719 din 24 octombrie, 2007.

a) cumpărări/vânzări reversibile (repo/reverse repo) de active eligibile pentru tranzacționare; aceste tranzacții sunt cunoscute și sub denumirea de pensiuni sau vânzare cu răscumpărare;

b) acordare de credite colateralizate (garantate) **cu active eligibile pentru garantare**;

c) vânzări/cumpărări de active eligibile pentru tranzacționare;

d) emitere de certificate de depozit;

e) swap valutar;

f) atragere de depozite.

Operațiunile de piață monetară ale BNR pot să fie derulate alternativ sau simultan, în funcție de condițiile pieței și în conformitate cu obiectivele de politică monetară. De asemenea, toate operațiunile de piață monetară au la bază decizia de intervenție a băncii centrale pe piața monetară.

Scadența operațiunilor de piață monetară este de maximum 90 de zile, cu excepția emiterii de certificate de depozit, pentru care scadența maximă este de un an.

Operațiunile de piață monetară ale BNR sunt reglementate și de Legea privind Statutul BNR[235], care interzice băncii centrale achiziționarea de pe piața primară a creanțelor asupra statului, autorităților publice centrale și locale, regiilor autonome, societăților naționale, companiilor naționale și altor societăți cu capital majoritar de stat.

Pentru realizarea operațiunilor de piață monetară, BNR utilizează două tipuri de proceduri, și anume[236]: procedura licitației și proceduri bilaterale.

Procedura licitației (baze multilaterale competitive) se utilizează pentru toate formele operațiunilor de piață monetară, cu excepția vânzărilor/ cumpărărilor de active eligibile pentru tranzacționare.

Procedurile bilaterale (baze bilaterale) se aplică operațiunilor repo/reverse repo, vânzări/cumpărări de active eligibile pentru tranzacționare, swap valutar și atragere de depozite.

---

[235] *Legea nr. 312/2004, art.6*, publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 582 din 30.06.2004.

[236] potrivit art.9 din *Regulamentul nr.1 din 30.03.2000 privind operațiunile de piață monetară efectuate de Banca Națională a României și facilitățile permanente acordate de aceasta participanților eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Realizarea operaţiunilor de piaţă monetară prin procedura licitaţiei[237]

BNR poate să realizeze **licitaţii la rată fixă** sau **la rată variabilă**. În cadrul licitaţiei la rată fixă, BNR specifică în avans rata dobânzii/randamentul/punctele swap, iar participanţii eligibili oferă sumele pe care le doresc să le tranzacţioneze la rata menţionată. În cazul licitaţiei la rată variabilă, BNR poate specifica în avans minimul/maximul acceptat pentru rata dobânzii/randamentul/punctele swap, iar participanţii eligibili formulează oferte atât asupra sumelor cât şi asupra ratelor de dobândă/randamentului/punctelor swap la care doresc să tranzacţioneze cu BNR.

Procedura licitaţiei se realizează în patru etape operaţionale, şi anume:

1. Anunţarea licitaţiei

În cadrul acestei etape, BNR anunţă în avans, prin mijloace de comunicare specifice (telex, fax, Reuters, Bloomberg, poştă electronică), elementele tehnice ale desfăşurării licitaţiei (data licitaţiei, tipul tranzacţiei, scadenţa, tipul licitaţiei, metoda de alocare, termenul de transmitere a ofertelor de participare etc.).

2. Transmiterea de către participanţii eligibili a ofertelor de participare la licitaţie

În cadrul acestei etape, participanţii eligibili transmit ofertele prin modalităţi considerate acceptabile de BNR (letric, fax, SWIFT, poştă electronică etc). Toate ofertele transmise constituie angajamente ferme ale participanţilor eligibili şi trebuie să fie susţinute de aceştia cu active eligibile.

În cazul licitaţiilor la rată variabilă, ofertele trebuie să conţină cel mult trei opţiuni pentru sume şi/sau rate ale dobânzii/randamente/puncte swap.

3. Alocarea sumelor şi determinarea rezultatelor licitaţiei

Alocarea sumelor se realizează de BNR în funcţie de tipul licitaţiei (la rată fixă sau la rată variabilă).

În cazul **licitaţiei la rată fixă**, dacă suma cumulată a ofertelor este mai mare decât suma de alocat de către BNR, onorarea ofertelor se realizează pro rata, pe baza raportului dintre suma de alocat şi suma agregată a ofertelor.

În cazul **licitaţiei la rată variabilă**, onorarea opţiunilor se realizează crescător sau descrescător, până se ajunge la nivelul la care cererea satisface oferta sau la nivelul la care sunt realizate obiectivele de politică monetară ale BNR (de injectare sau absorbţie de lichidităţi), astfel:

- în cazul **injectării** (furnizării) **de lichidităţi** prin cumpărări reversibile (repo) de active eligibile, acordare de credite colateralizate cu active eligibile şi swap valutar: **onorarea ofertelor se realizează descrescător**, începând cu opţiunea care are rata dobânzii cea mai mare;

- în cazul **absorbţiei** (retragerii) **de lichidităţi** prin vânzări reversibile (reverse repo), emitere de certificate de depozit, atragere de depozite şi swap valutar: **onorarea ofertelor se realizează crescător**, începând cu opţiunea care are rata dobânzii cea mai mică.

Ofertele aflate la nivel marginal sunt realizate proporţional.

Pentru determinarea rezultatelor licitaţiei, BNR utilizează două metode:

---

[237] potrivit capitolului V din *Regulamentul nr.1 din 30.03.2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de Banca Naţională a României şi facilităţile permanente acordate de aceasta participanţilor eligibili*, republicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 84 din 01.02.2008.

- **metoda ratei multiple**, care presupune onorarea fiecărei oferte declarate câștigătoare la nivelul la care aceasta a fost exprimată de participantul eligibil;
- **metoda ratei uniforme**, ce presupune onorarea tuturor ofertelor declarate câștigătoare la nivelul marginal la care suma alocată a fost epuizată, indiferent de nivelurile la care ofertele respective au fost exprimate de participanții eligibili.

4. Anunțarea rezultatelor licitației

După determinarea rezultatelor licitației, ofertele acceptate sunt notificate de BNR, prin telex, SWIFT, poștă electronică etc, participanților eligibili. Totodată, rezultatele operațiunii sunt făcute publice prin intermediul mijloacelor de comunicare specifice (Reuters, Bloomberg etc).

Caracterizarea formelor operațiunilor de piață monetară ale Băncii Naționale a României

- **Operațiuni REPO și REVERSE REPO**

Operațiunile REPO sau **cumpărările reversibile de active eligibile pentru tranzacționare (pensiuni)** reprezintă tranzacții reversibile în cadrul cărora, în scopul injectării de lichidități, BNR cumpără de la participanții eligibili active eligibile pentru tranzacționare, cu angajamentul acestora de a răscumpăra activele respective la o dată ulterioară și la un preț stabilit în momentul încheierii tranzacției.

Operațiunile REVERSE REPO sau **vânzările reversibile de active eligibile pentru tranzacționare** (pensiuni) reprezintă tranzacții reversibile în cadrul cărora, în scopul absorbției de lichidități, BNR vinde participanților eligibili active eligibile pentru tranzacționare, angajându-se să răscumpere activele respective la o dată ulterioară și la un preț stabilit în momentul încheierii tranzacției.

În cazul cumpărărilor/vânzărilor reversibile (REPO/REVERSE REPO) de active eligibile pentru tranzacționare, pe perioada tranzacției, proprietatea asupra activelor respective este transferată creditorului.

Prețul de răscumpărare al activelor eligibile pentru tranzacționare este format din prețul de vânzare și dobânda datorată la scadență, aferentă valorii activelor vândute.

- **Acordarea de credite colateralizate (garantate) cu active eligibile pentru garantare**; aceste operațiuni exprimă tranzacții reversibile în cadrul cărora, în scopul injectării de lichiditate, BNR acordă credite participanților eligibili, aceștia din urmă păstrând proprietatea asupra activelor eligibile aduse drept garanție. Valoarea garanției trebuie să acopere în proporție de 100% creditul acordat și dobânda aferentă.
- **Vânzările/cumpărările de active eligibile pentru tranzacționare** reprezintă tranzacții în cadrul cărora, în scopul absorbției/injectării de lichiditate, BNR vinde/cumpără active eligibile pentru tranzacționare. Aceste tranzacții implică transferul proprietății asupra activelor respective, de la vânzător la cumpărător, realizat prin mecanismul „livrare contra plată".

- **Emiterea de certificate de depozit**

În scopul absorbţiei de lichidităţi, BNR vinde participanţilor eligibili certificate de depozit.

Certificatele de depozit emise de BNR exprimă obligaţii ale acesteia faţă de deţinătorii acestor instrumente şi sunt negociabile.

Certificatele de depozit sunt denominate în monedă naţională şi sunt emise sub formă dematerializată. Totodată, ele sunt emise cu discont, la o valoare inferioară celei nominale şi sunt răscumpărate la scadenţă la valoarea nominală; diferenţa dintre valoarea la care sunt emise şi valoarea nominală reprezintă dobânda plătită la scadenţă de către deţinătorul certificatelor de depozit.

- **Operaţiunile de swap valutar** constau în două tranzacţii simultane, încheiate cu aceeaşi contrapartidă, prin care BNR:

✓ **cumpără la vedere** valută convertibilă contra monedă naţională, în scopul injectării de lichidităţi, şi **vinde la termen** aceeaşi sumă în valută convertibilă contra monedă naţională; sau

✓ **vinde la vedere** valută convertibilă contra monedă naţională, în scopul absorbţiei de lichidităţi, şi **cumpără la termen** aceeaşi sumă în valută convertibilă contra monedă naţională.

- **Atragere de depozite la termen**

În scopul absorbţiei de lichidităţi, BNR atrage depozite la termen de la participanţii eligibili, la o rată a dobânzii prestabilită. Dobânda se plăteşte la scadenţa depozitului.

Operaţiunile de piaţă monetară reprezintă cel mai important instrument de politică monetară al BNR, care are drept funcţii: orientarea ratelor de dobândă de pe piaţa monetară, gestionarea lichidităţii pe piaţa respectivă şi semnalizarea orientării politicii monetare.

Rata dobânzii stabilită de banca centrală pentru instrumentul principal de politică monetară (operaţiunile de piaţă monetară), respectiv pentru formele principale ale operaţiunilor de piaţă monetară are denumirea de **rata dobânzii de politică monetară** sau rata dobânzii de intervenţie (sau directoare). În condiţiile excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar românesc, Banca Naţională a utilizat, în calitate de operaţiune principală de politică monetară, atragerea de depozite pe termen de o săptămână de pe piaţa interbancară. În acest context, rata dobânzii de politică monetară a fost rata de dobândă la care BNR a atras depozite pe termen de o săptămână (două săptămâni – până pe data de 6 mai 2008 şi o lună - înainte de 1 august 2007) de pe piaţa monetară interbancară. În condiţiile actuale, având în vedere noua poziţie a BNR – de creditor net faţă de sistemul bancar – **instrumentul principal de politică monetară îl reprezintă operaţiunile repo**. Astfel, rata dobânzii de politică monetară este, în prezent, rata de dobândă la care BNR efectuează operaţiuni repo, derulate prin licitaţie, cu scadenţa de o săptămână (o lună – până la data de 8 august 2009). Evoluţia ratei dobânzii de politică monetară a BNR poate fi urmărită în figura 50.

Spre deosebire de rata dobânzii de politică monetară, care este stabilită de banca centrală, în funcție de orientările politicii monetare, rata dobânzii de referință este calculată (nu este fixată) și publicată lunar de banca centrală, fiind o dobândă de piață.

Rata dobânzii de referință (denumită inițial dobândă de intervenție/directoare) a fost introdusă de BNR, începând cu luna februarie 2002, în locul taxei oficiale a scontului. Din luna februarie 2005, BNR a anunțat o redenumire a dobânzii de intervenție, și anume **„rata dobânzii de politică monetară"** (policy rate).

În sens general, **rata dobânzii de referință** reprezintă rata dobânzii ce poate fi folosită ca reper în acte normative și în contractele care prevăd ajustarea dobânzilor. De asemenea, dobânda de referință are rolul de dobândă legală pentru întârzierea la plată a unei obligații bănești ce rezultă din tranzacțiile comerciale.

Rata dobânzii de referință[238] se calculează și se publică lunar de către BNR, fiind *media aritmetică, ponderată cu volumul tranzacțiilor, a ratelor dobânzilor aferente operațiunilor de piață efectuate de către banca centrală în luna anterioară*. Până în luna februarie 2009, rata dobânzii de referință a fost calculată ca medie aritmetică, ponderată cu volumul tranzacțiilor, a ratelor dobânzilor la depozitele atrase de BNR și la operațiunile reverse repo din luna anterioară celei pentru care se face anunțul[239]. Începând cu luna februarie 2009, în contextul consolidării poziției BNR de creditor față de sistemul bancar[240] și a creșterii volumului operațiunilor de injecție de lichiditate (prin operațiuni repo), Consiliul de Administrație al BNR a decis adaptarea formulei de calcul a dobânzii de referință la noua situație. Prin urmare, la operațiunile de piață ale BNR luate în considerare anterior în formula de calcul (atragerea de depozite și operațiuni reverse repo) se adaugă operațiunile repo.

În opinia unor specialiști din cadrul BNR, în condițiile consolidării procesului de dezinflație, tendința băncii centrale va fi de unificare a ratei dobânzii de referință cu rata dobânzii de politică monetară.

În concluzie, din anul 2000, operațiunile de piață (open-market) reprezintă cel mai important instrument de politică monetară a BNR. Sintetic, modificările principale produse în planul operațiunilor de piață monetară ale BNR sunt prezentate în tabelul 14.

---

[238] BNR – *Comunicat de presă privind formula de calcul a dobânzii de referință a Băncii Naționale a României*, 3 martie, 2009, http://www.bnr.ro/page.aspx?prid=1389

[239] http://www.bnr.ro/Rata-dobanzii-de-referinta-1746.aspx

[240] În perioada octombrie 2008 – ianuarie 2009, BNR a trecut progresiv din poziția de debitor în cea de creditor față de sistemul bancar.

Tabelul 14: Operaţiunile de piaţă monetară ale BNR, în perioada decembrie 2000 – iulie 2009

	dec. 2000	dec. 2006	dec. 2007	oct. 2008	nov. 2008	dec. 2008	martie 2009	iulie 2009
Reverse repo								
- Tranzacţii								
(medie zilnică -mld lei)	145,7	-	-	-	-	-	168,8	94,9
- rata dobânzii (% pe an)	42,3	x	x	x	x	x	10,00	9,00
- Stoc								
(medie zilnică - mld lei)	2673,8	-	-	-	-	-	464,9	492,9
- rata dobânzii (% p.a.)	47,8	x	x	x	x	x	10,00	9,00
Repo								
- Tranzacţii								
(medie zilnică - mld lei)	38,6	-	-	-	25	-	690,3	697,7
- rata dobânzii (% p.a.)	45,2	x	x	x	12,00	x	10,09	9,00
- Stoc								
(medie zilnică - mld lei)	52,3	-	-	-	116,7	-	13241,7	15348,8
- rata dobânzii (% p.a.)	46,7	x	x	x	12,00	x	10,10	9,23
Depozite atrase								
- Tranzacţii								
(medie zilnică - mld lei)	550,8	519,8	1193,4	2,6	13,5	64,1	-	-
- rata dobânzii (% p.a.)	47,8	8,75	7,50	10,25	10,25	10,25	x	x
- Stoc								
(medie zilnică - mld lei)	3817,2	9451,4	6653,7	18,4	45,0	227,0	-	-
- rata dobânzii (% p.a.)	49,2	8,75	7,50	10,25	10,25	10,25	x	x
Certificate de depozit emise								
- Tranzacţii								
(medie zilnică - mld lei)	x	11,1	-	-	-	-	-	-
- rata dobânzii (% p.a.)	x	7,10	x	x	x	x	x	x
- Stoc								
(medie zilnică - mld lei)	x	2122,7	324,1	-	-	-	-	-
- rata dobânzii (% p.a.)	x	8,61	6,96	x	x	x	x	x

Sursa: BNR- *Raport anual*, 2003, p. 226; *Buletin lunar* nr.12/2007, p. 22; *Buletin lunar* nr.6/2009, p. 20, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

Pe baza datelor din tabelul 14, se constată următoarele: pe ansamblul perioadei 2000 – octombrie 2008, în contextul excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar românesc, Banca Naţională a utilizat, în calitate de instrument principal de politică monetară, operaţiunile de piaţă monetară de absorbţie de lichidităţi, concretizate, în special, prin atragerea de depozite de la băncile comerciale. În ultima parte a anului 2008, în contextul schimbării poziţiei băncilor din excedent în deficit de lichidităţi, operaţiunile de piaţă monetară ale băncii centrale sunt utilizate predominant în scopul injectării de lichiditate, ceea ce evidenţiază consolidarea poziţiei Băncii Naţionale de creditor al sistemului bancar.

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

7.3.3. Politica rezervelor bancare minime obligatorii

Rezervele bancare minime obligatorii reprezintă, ca vechime, al doilea instrument de politică monetară folosit de BNR.

Sistemul rezervelor obligatorii constituite în monedă națională are ca funcții principale[241]: *controlul creației monetare* a instituțiilor de credit și implicit *gestionarea lichidității pe piața monetară interbancară, precum și stabilizarea ratelor de dobândă pe piața respectivă.* Rezervele minime obligatorii constituite în valută au rolul fundamental de a contribui la temperarea creșterii semnificative a activității de creditare bancară în valută.

Obligativitatea constituirii de rezerve minime obligatorii de către societățile bancare în conturi deschise la BNR a fost prevăzută în legislația bancară adoptată în 1991 (Legea nr. 33 privind activitatea bancară și Legea nr. 34 privind Statutul BNR), iar ulterior în legislația bancară adoptată în 1998 (Legea nr. 58 privind activitatea bancară și Legea nr. 101 privind Statutul BNR). În prezent, obligația instituțiilor de credit de a-și constitui rezerve minime obligatorii în conturi deschise la BNR este prevăzută în Legea nr. 227/2007[242] pentru aprobarea Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, precum și în Legea nr. 312/2004 privind Statutul BNR.

În ianuarie 1992, BNR a emis primul regulament[243] privind rezervele obligatorii, care a avut drept caracteristică sfera restrânsă a pasivelor luate în calculul rezervelor obligatorii, și anume: depozitele la vedere sau la termen în lei ale persoanelor fizice și juridice.

Sistemul rezervelor minime obligatorii a înregistrat modificări esențiale în anul 1998 (aduse de Regulamentul nr. 4/1998 privind regimul rezervelor obligatorii) și 1999 (Circulara nr. 2/1999, care modifică și completează regulamentul din 1998). Ulterior, în vederea alinierii depline la reglementările similare ale Băncii Centrale Europene și creșterii eficienței acestui instrument de politică monetară, **BNR a adoptat**, la data de 24 iulie 2002, **un nou Regulament privind regimul rezervelor minime obligatorii**[244]. Prin noile prevederi ale acestui regulament[245] (prezentate sintetic în Anexa 2), mecanismul rezervelor minime obligatorii se aliniază, cu unele excepții, la reglementările în

---

[241] http://www.bnr.ro/Rezervele-minime-obligatorii--3330.aspx.

[242] modificată de Legea nr. 270 din 7 iulie 2009 privind aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 25/2009 pentru modificarea și completarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 483 din 13.07. 2009.

[243] *Regulamentul nr. 1/1992 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 149/1992.

[244] *Regulamentul nr. 6 din 24.07. 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002.

[245] a se vedea BNR – *Buletin lunar* nr. 6/2002, pp. 28-33, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx.

acest domeniu ale Băncii Centrale Europene şi reprezintă un pas important pe linia perfecţionării şi creşterii eficienţei instrumentelor de politică monetară ale BNR.

În prezent, baza legală pentru sistemul rezervelor minime obligatorii o reprezintă Regulamentul nr. 6/2002[246], cu modificările şi completările ulterioare.

Rezervele minime obligatorii *sunt disponibilităţi băneşti, în monedă naţională şi în valută, ale instituţiilor de credit* (băncile – persoane juridice române, sucursalele din România ale instituţiilor de credit străine, casele centrale ale cooperativelor de credit, instituţiile emitente de monedă electronică – persoane juridice române, băncile de economisire şi creditare în domeniul locativ) *păstrate în conturi deschise la BNR.*

Nivelul prevăzut al rezervelor minime obligatorii se determină prin aplicarea ratei rezervelor minime obligatorii la baza de calcul a acestora. Instituţiile de credit au obligaţia să menţină în conturile deschise la BNR nivelul prevăzut al rezervelor minime obligatorii ca medie zilnică pe durata perioadei de aplicare (intervalul de timp cuprins între data de 24 a lunii curente şi data de 23 a lunii următoare).

Baza de calcul a rezervelor minime obligatorii *cuprinde*[247] *mijloacele băneşti în monedă naţională şi în valută*, care reprezintă obligaţii ale instituţiei de credit rezultate din acceptarea depozitelor şi a altor fonduri şi se determină ca medie a soldurilor zilnice ale elementelor de pasiv în lei şi în valută din bilanţurile instituţiilor de credit, în perioada de observare.

Pentru mijloacele băneşti în valută, mediile soldurilor zilnice se determină pe fiecare tip de valută în parte, după care se transformă în euro sau în dolari americani. Cursurile de schimb folosite pentru transformarea celorlalte valute în euro sau dolari americani sunt cursurile pieţei valutare, comunicate de BNR în ultima zi anterioară perioadei de aplicare.

Perioada de observare reprezintă, potrivit reglementărilor, intervalul de timp pentru care se determină baza de calcul, respectiv intervalul cuprins între data de 24 a lunii precedente şi data de 23 a lunii curente.

În baza de calcul a rezervelor minime obligatorii nu se includ:

- *mijloacele băneşti atrase de la BNR*;
- *mijloacele băneşti atrase de la instituţii de credit*, care, la rândul lor, sunt obligate să constituie rezerve minime obligatorii la BNR;
- *capitalurile proprii ale instituţiilor de credit*, calculate în conformitate cu reglementările BNR;
- *sumele în tranzit în monedă naţională şi în valută.*

---

[246] BNR – *Regulamentul nr. 6 din 24.07. 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002.

[247] potrivit art. 3 din *Regulamentul nr. 6 din 24.07.2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002, modificat şi completat prin: Circulara BNR nr. 6 din 11.02. 2005, publicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 141 din 16.02. 2005; Circulara BNR nr. 22 din 10.09. 2007, publicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 636 din 17.09. 2007.

Rezervele minime obligatorii se calculează și se mențin distinct, astfel:

a) **în lei**, *în contul curent al instituției de credit deschis la BNR*, **pentru mijloacele bănești în monedă națională**;

b) **în euro sau în dolari SUA**, *în contul „LORO" al instituției de credit deschis la BNR*, **pentru mijloacele bănești în valută**. Opțiunea pentru una din cele două valute este a fiecărei instituții de credit.

Ratele rezervelor minime obligatorii se stabilesc de BNR în funcție de obiectivele sale de politică monetară și sunt diferențiate în funcție de moneda de constituire și de scadența reziduală a elementelor incluse în baza de calcul (a se vedea datele din tabelul 15).

Tabelul 15. Ratele rezervelor minime obligatorii practicate în România la data de 10 septembrie 2009

Elemente ale bazei de calcul		Rata rezervelor minime obligatorii (%)			
		RON	de la:	valută	de la:
Pasive cu scadența reziduală **mai mică de 2 ani** de la finele perioadei de observare:		**15**	24.07 2009	**30**	24.08 2009
Pasive cu scadența reziduală **mai mare de 2 ani** de la finele perioadei de observare:	**cu clauză** de rambursare, transferare, retragere anticipată	**15**	24.07 2009	**35**	24.07 2009
	fără clauză de rambursare, transferare, retragere anticipată	**0**	24.08 2002	**0**	24.05 2009
Împrumuturi nerambursabile		**0**	24.08 2002	**0**	24.08 2002

Sursa: http://www.bnr.ro/Rezervele-minime-obligatorii--3330.aspx

Rezervele minime obligatorii sunt remunerate de BNR cu o rată a dobânzii situată cel puțin la nivelul ratei dobânzii medii la depunerile la vedere practicate de instituțiile de credit. Pentru excedentul de rezerve, BNR nu plătește dobândă, iar pentru deficitul de rezerve, se calculează și percepe o dobândă penalizatoare.

În cazul în care o instituție de credit înregistrază deficit de rezerve în două perioade de aplicare consecutive, aceasta poate să fie supusă unei supravegheri prudențiale, prin inspecție la sediul instituției de credit respective, din partea BNR[248]. În situația în care o instituție de credit înregistrază deficit de rezerve mai mult de două ori în decursul ultimelor 12 luni, BNR va aplica una din următoarele sancțiuni[249]:

[248] potrivit art. 28, aliniatul (1) din *Regulamentul nr. 6 din 24.07. 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002.

[249] potrivit art. 28, aliniatul (2) din *Regulamentul nr. 6 din 24.07. 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002,

- avertisment scris dat instituţiei de credit;
- amendă aplicabilă instituţiei de credit, între 0,05% şi 1% din capitalul social;
- amendă aplicabilă administratorilor, conducătorilor instituţiei de credit ori persoanelor desemnate să asigure conducerea compartimentelor, sucursalelor, sediilor secundare, între 1-6 salarii medii nete pe bancă, conform situaţiei salariale existente în luna precedentă datei la care s-a constatat fapta.

Rezervele minime obligatorii au avut, până în prezent, o importanţă semnificativă în politica monetară a BNR, ca urmare a poziţiei băncii centrale de debitor net faţă de sistemul bancar.

Ratele rezervelor minime obligatorii practicate în prezent pot fi urmărite în tabelul 15, iar evoluţia modificării în timp poate fi sesizată pe baza datelor din tabelul 16.

Pentru băncile de economisire şi creditare în domeniul locativ[250], rata rezervelor minime obligatorii este 0 (zero) %.

În România, cadrul general al cerinţelor privind rezervele minime obligatorii prezintă, deocamdată, unele diferenţieri semnificative faţă de cel al Eurosistemului. De exemplu[251], calcularea bazei de calcul a rezervelor minime obligatorii în corelaţie cu scadenţa reziduală; faptul că nu este admisă, în general, deţinerea indirectă (printr-un intermediar) a rezervelor minime obligatorii; existenţa unei definiţii specifice a instituţiilor de credit în scopul determinării rezervelor minime obligatorii; diferenţierea între ratele aplicate depozitelor în monedă naţională şi în monedă străină; definiţiile perioadei de observare şi de aplicare sunt diferite de cele ale Eurosistemului; introducerea ratei rezervelor minime obligatorii de 0 (zero) % pentru băncile de economisire şi creditare în domeniul locativ. Toate aceste diferenţe faţă de regimul rezervelor minime obligatorii aplicabil în zona euro vor trebui eliminate până la adoptarea de către România a monedei euro.

Calendarul modificării rezervelor minime obligatorii este prezentat în tabelul 16.

---

modificat şi completat prin: Circulara BNR nr. 6 din 11.02. 2005, publicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 141 din 16.02. 2005.

[250] potrivit art.14, aliniatul (2) din *Regulamentul nr. 6 din 24.07. 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii*, publicat în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 566 din 01.08. 2002, modificat şi completat prin Circulara BNR nr. 22 din 10.09. 2007, publicată în Monitorul Oficial, Partea I nr. 636 din 17.09. 2007.

[251] *Aviz al BCE din 1 august 2007 la solicitarea BNR cu privire la un proiect de circulară referitoare la regimul rezervelor minime obligatorii* (CON/2007/22), www.bnr.ro.

Tabelul 16. Evoluția ratelor rezervelor minime obligatorii în România, în perioada 1998- august 2009

Momentul modificării	Rata rezervelor minime obligatorii la depozitele în lei (%)	Rata rezervelor minime obligatorii la depozitele în valută (%)
1 august 1998	15	15
16 iulie 1999	20	20
1 noiembrie 1999	25	20
1 decembrie 1999	30	20
1 iulie 2001	27	20
1 octombrie 2001	25	20
1 aprilie 2002	22	22
24 noiembrie 2002	18	25
24 august 2004	16	30
24 ianuarie 2006	16	35
24 martie 2006	16	40
24 iulie 2006	20	40
2007	Nu au avut loc modificări	
24 noiembrie 2008	18	40
24 iulie 2009	15	35
24 august 2009	15	30

Sursa: date centralizate pe baza informațiilor din Buletinul lunar al BNR, nr. 5, 6, 11/2002; Buletinul lunar al BNR nr.1/2006; http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=1182; date centralizate pe baza comunicatelor de presă publicate la adresa de site http://www.bnr.ro/Comunicate-de-presa-1004.aspx

Pe baza datelor din tabelul 16 se constată modificări esențiale înregistrate de mecanismul rezervelor minime obligatorii, în decursul perioadei analizate. Prin reducerea ratei rezervei minime obligatorii la depozitele în lei, BNR a urmărit[252]:

- **reducerea marjei dintre ratele dobânzilor medii active și cele pasive din sistemul bancar.** Această măsură a vizat, în contextul scăderii dobânzilor active ca urmare a procesului de dezinflație, încetinirea reducerii dobânzilor la depozite în scopul menținerii atractivității economisirii în monedă națională;

- **sporirea rolului mecanismului rezervelor bancare minime obligatorii în stabilizarea ratelor dobânzilor pieței monetare**, prin încurajarea băncilor în gestionarea eficientă a resurselor și în evitarea fluctuațiilor temporare de lichiditate;

- **extinderea utilizării instrumentelor de piață monetară în controlul lichidității pieței monetare**, în scopul dezvoltării pieței depozitelor și a tranzacțiilor cu titluri de stat.

În ședința Consiliului de Administrație al BNR[253], din data de 30 octombrie 2008, s-a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit, de la 20 la sută la 18 la sută. Prin această decizie, banca centrală a urmărit îmbunătățirea gestiunii lichidității de pe piața monetară interbancară și asigurarea unei

[252] *BNR – Buletinul lunar nr. 6/2002*, p. 29, http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx

[253] Comunicat de Presă privind hotărârea Consiliului de Administrație al BNR (30 octombrie 2008), http://www.bnr.ro/Comunicate-de-presa-1004.aspx

finanţări sustenabile a economiei, în condiţiile amplificării turbulenţelor de pe piaţa financiară internaţională.

În ceea ce priveşte rata rezervelor minime obligatorii pentru depozitele în valută, prin majorarea semnificativă a acesteia până la nivelul de 40% şi menţinerea acestei rate până la data de 24 iulie 2009, BNR a urmărit:

- **descurajarea creditării în valută.** Creşterea semnificativă a creditelor în valută a determinat amplificarea riscurilor creditării şi, totodată, a creat dificultăţi pentru banca centrală în ceea ce priveşte controlul cererii interne;
- **descurajarea depunerilor în valută**, prin diminuarea ratelor de dobândă oferite de bănci, **şi încurajarea economisirii în monedă naţională.**

Decizia Băncii Naţionale de a reduce ratele rezervelor minime obligatorii la nivelul de 15% pentru pasivele în lei şi la 30% pentru pasivele în valută cu scadenţa reziduală mai mică de 2 ani ale instituţiilor de credit a fost determinată de necesitatea fluidizării fluxurilor de lichidităţi din sistemul bancar, alinierii graduale la standardele Băncii Centrale Europene şi sprijinirii activităţii de creditare bancară, influenţată semnificativ de criza internaţională actuală.

Modificările operate de BNR la nivelul instrumentelor sale au vizat, pe de o parte, creşterea rolului ratelor dobânzilor în cadrul mecanismului de transmitere a politicii monetare, iar, pe de altă parte, armonizarea cu setul de instrumente al Băncii Centrale Europene astfel încât acestea sunt aproape identice. Însă, funcţiile, caracteristicile şi eficacitatea instrumentelor de politică monetară utilizate de BNR sunt parţial diferite de cele specifice BCE. Sintetic, evoluţia pricipalelor caracteristici ale cadrului operaţional al politicii monetare a BNR este prezentată în Anexa 2.

În contextul actualei crize financiare şi economice mondiale, măsurile de politică monetară promovate de Banca Naţională a României, similar celor promovate de alte bănci centrale, au ţinut seama, pe de o parte, de riscurile la adresa obiectivului său fundamental - asigurarea stabilităţii preţurilor pe termen mediu şi, pe de altă parte, de necesitatea asigurării funcţionării normale a sectorului bancar şi, implicit, a sistemului financiar. În România, similar altor ţări din Uniunea Europeană inclusiv zonei euro, sistemul financiar se axează pe sectorul bancar, însă acesta nu a fost afectat direct de criza actuală deoarece nu a fost expus la activele toxice, dar şi datorită măsurilor prudenţiale şi administrative adoptate de BNR în decursul timpului[254].

Începând cu luna octombrie 2008, efectele crizei internaţionale au fost resimţite indirect de sectorul bancar românesc prin reducerea volumului finanţărilor externe, creşterea costului acestora şi deteriorarea mediului economic internaţional, care au determinat scăderea ofertei şi a cererii de credite, respectiv restrângerea activităţii de creditare bancară. În ceea ce priveşte oferta de credite, scăderea acesteia a fost determinată, pe lângă creşterea costului resurselor de finanţare externă, şi de reducerea excedentului de lichiditate din

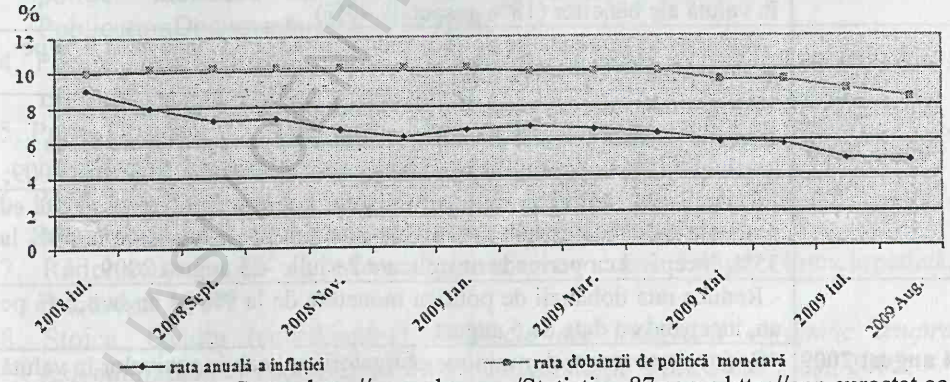
[254] Isărescu, Mugur C. – „ Criza financiară internaţională şi provocări pentru politica monetară", 2009, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885

sectorul bancar, de creşterea aversiunii faţă de risc a băncilor şi de perspectivele negative privind creşterea economică şi rata şomajului. Cu privire la cererea de credite, scăderea acesteia a fost determinată, în principal, de creşterea cheltuielilor cu dobânzile şi de incertitudinile privind situaţia economico - financiară a solicitanţilor potenţiali de credite. În acest context, şi, totodată, ţinând seama de riscurile la adresa stabilităţii preţurilor, BNR a decis, pe de o parte, să menţină neschimbată rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25%, pe parcursul ultimului trimestru al anului 2008, precum şi în luna ianuarie 2009. În schimb, ca urmare a restrângerii excedentului de lichiditate din sectorul bancar şi trecerii băncilor în poziţia netă de deficit de lichiditate, începând cu luna octombrie 2008, BNR a decis reducerea ratei rezervelor minime obligatorii la pasivele în lei ale instituţiilor de credit de la 20 la 18%, în scopul asigurării funcţionării normale a sectorului bancar.

Începând cu data de 4 februarie 2009 şi până în prezent, BNR a promovat o politică monetară relaxată (concretizată prin reducerea ratei dobânzii de politică monetară şi a ratelor rezervelor minime obligatorii), adecvată contextului economic intern, caracterizat prin îmbunătăţirea anticipaţiilor cu privire la inflaţie (a se vedea Figura 51 şi tabelul 17), dar şi prin reducerea semnificativă a creşterii economice şi a activităţii de creditare bancară

Măsurile de politică monetară adoptate de BNR în contextul actualei crize financiare şi economice mondiale au ţinut seama de obiectivul fundamental - asigurarea stabilităţii preţurilor, dar şi de necesitatea corectării dezechilibrelor macroeconomice şi asigurării funcţionării normale a sistemului financiar.

Figura 51. Evoluţia ratei anuale a inflaţiei şi a ratei dobânzii de politică monetară, în perioada iulie 2008 - august 2009



Sursa: http://www.bnro.ro/Statistica-87.aspx; http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ity_public/2-16092009-ap/en/2-16092009-ap-en.pdf

Asigurarea stabilităţii financiare constituie o preocupare firească a băncilor centrale, care rezultă din atribuţiile lor specifice privind elaborarea şi implementarea politicii monetare, rolul de bancă a băncilor, precum şi de reglementare şi monitorizare a plăţilor din economie.

Din punct de vedere al politicii monetare, interesul sporit al băncilor centrale pentru asigurarea stabilităţii financiare se justifică prin faptul că un sistem financiar solid şi stabil contribuie la creşterea eficienţei politicii monetare şi, implicit, la atingerea obiectivului său fundamental de asigurare a stabilităţii preţurilor.

Tabelul 17. Măsurile de politică monetară adoptate de Banca Naţională a României, în perioada octombrie 2008 - august 2009

Perioada	Măsuri de politică monetară
30 oct. 2008	- Menţine rata dobânzii de politică monetară la 10,25% pe an
	- Reduce rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei ale băncilor de la 20% la 18%
	- Menţine nivelul ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută ale băncilor (40%)
6 ian. 2009	- Menţine rata dobânzii de politică monetară la 10,25 % pe an
	- Menţine ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei şi în valută ale băncilor (18% respectiv 40%)
4 feb. 2009	- Reduce rata dobânzii de politică monetară cu 0,25%, de la 10,25% la 10% pe an
	- Menţine ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei şi în valută ale băncilor (18% respectiv 40%)
31 mar. 2009	- Menţine rata dobânzii de politica monetara la 10% pe an
	- Reduce la zero rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadenţa reziduală mai mare de doi ani, de la 40%
	- Menţine ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei şi în valută ale băncilor (18% respectiv 40%)
6 mai 2009	- Reduce rata dobânzii de politica monetară de la 10% pe an la 9,5% pe an
	- Menţine ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei şi în valută ale băncilor (18% respectiv 40%)
30 iun. 2009	- Reduce rata dobânzii de politica monetara de la 9,5% pe an la 9 % pe an, începând cu data de 1 iulie
	- Reduce rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei cu scadenţe reziduale de sub doi ani ale instituţiilor de credit de la 18% la nivelul de 15%, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2009;
	- Reduce rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valuta cu scadenţe reziduale de sub doi ani ale instituţiilor de credit de la 40% la 35%, începând cu perioada de aplicare 24 iulie -23 august 2009;
4 august 2009	- Reduce rata dobânzii de politica monetara de la 9% pe an la 8,5 % pe an, începând cu data de 5 august
	- Reduce rata rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută cu scadenţe reziduale de sub doi ani ale instituţiilor de credit de la 35% la 30%, începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie 2009.

Sursa: BNR - „Comunicate de presă", http://www.bnr.ro/Comunicate-de-presa-1004.aspx

Întrebări

1. Care sunt trăsăturile definitorii şi implicaţiile politicii monetare promovate de BNR în perioada de după 1990?
2. Caracterizaţi strategia de politică monetară a BNR.
3. Prezentaţi principalele caracteristici ale mecanismului de transmitere a politicii monetare a BNR.
4. Explicaţi modul de funcţionare a mecanismului de transmisie monetară în România.
5. Definiţi rata dobânzii de politică monetară a BNR.
6. Care sunt caracteristicile facilităţii de creditare?
7. Ce trăsături prezintă facilitatea de depozit?
8. Cum definiţi operaţiunile REPO şi REVERSE REPO?
9. Ce reprezintă vânzările/cumpărările de active eligibile pentru tranzacţionare şi operaţiunile de swap valutar realizate de BNR?
10. Cum explicaţi rolul sistemului rezervelor minime obligatorii?
11. Prezentaţi modificările semnificative înregistrate de cadrul operaţional al politicii monetare a BNR.

Bibliografie recomandată

1. Elbourne, Adam, De Haan, Jakob – „Financial Structure and Monetary Policy Transmission in Transition Countries", *Journal of Comparative Economics*, n° 34, 2006;
2. Isărescu, Mugur C. – *Reflecţii economice*, Editura Expert, Bucureşti, 2001;
3. Isărescu, Mugur C. – „Criza financiară internaţională şi provocări pentru politica monetară din România", februarie, 2009, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
4. Pocan, Ioana Mihaela, *Politicile monetare şi piaţa de capital în România*, Editura Economică, Bucureşti, 2005;
5. Popa, Crisitian – „ Politica monetară şi noul context economic global", 2008, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
6. Popa, Crisitian – „Adoptarea unilaterală a euro: soluţie sau capcană?", 2009, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
7. Rădulescu, Eugen – *Inflaţia, marea provocare*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1999;
8. Stoica, Ovidiu (coordonator) – *Efecte ale integrării europene asupra sistemului bancar românesc*, Editura Universităţii "Al.I.Cuza", Iaşi, 2005;
9. Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
10. Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, Stoica, Ovidiu, Roman, Angela, Dornescu, Valeriu, Chirleşan, Dan – *Monedă şi credit*, Ediţia a III-a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Al.I.Cuza", Iaşi, 2009;
11. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002;
12. http://www.bnr.ro/

Anexa 1. Modificări ale cadrului operaţional al politicii monetare unice şi deciziі de politică monetară, în perioada 22 decembrie 1998 - 3 septembrie 2009

1998	**22 decembrie.** Consiliul Guvernatorilor BCE decide ca: • prima operaţiune principală de refinanţare să fie efectuată prin procedura apelurilor de ofertă la rată fixă şi stabileşte la 3% rata dobânzii; această operaţiune se va efectua pe 4 ianuarie, decizia de adjudecare va fi adoptată pe 5 ianuarie, iar decontarea va avea loc pe 7 ianuarie; • prima operaţiune de refinanţare pe termen mai lung să fie anunţată pe 12 ianuarie şi să fie efectuată prin procedura apelurilor de ofertă la rată variabilă, utilizând procedura de adjudecare cu rată unică; • decide ca rata de dobândă la facilitatea de creditare marginală să fie fixată la nivelul de 4,50%, iar la facilitatea de depozit la nivelul de 2%; între 4 şi 21 ianuarie, ratele de dobândă la facilităţile permanente vor fi fixate la nivelul de 3,25% şi 2,75%. **31 decembrie:** • Consiliul UE adoptă, la propunerea Comisiei Europene şi după consultarea cu BCE, ratele de conversie irevocabile dintre moneda euro şi monedele naţionale ale statelor membre ale UEM; această decizie urma să fie aplicată de la 1 ianuarie 1999; • Miniştrii statelor membre ale Zonei euro, miniştrii şi guvernatorii Băncii Centrale a Danemarcei şi Greciei decid să fixeze cursurile pivot în raport cu euro pentru monedele participante la MCS II, care va intra în funcţiune la data de 1 ianuarie 1999; • BCE, banca centrală a Danemarcei şi banca centrală a Greciei decid de comun acord cursurile de intervenţie pentru coroana daneză şi drahma grecească. Se stabileşte o marjă de fluctuaţie de ± 2,25% în jurul cursului pivot al coroanei daneze în raport cu euro şi o marjă de fluctuaţie de ±15% în jurul cursului pivot al drahmei greceşti în raport cu euro.
1999	**7 ianuarie.** Consiliul Guvernatorilor decide să realizeze două operaţiuni principale de refinanţare, pentru data de 11 şi 18 ianuarie, efectuate prin procedura apelurilor de ofertă la rată fixă şi la o rată a dobânzii de 3%. **12 ianuarie:** • BCE anunţă primele operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care vor fi efectuate pe calea apelurilor de oferte cu rată variabilă şi utilizând procedura de adjudecare la rată unică. Prima dintre aceste operaţiuni este realizată cu ajutorul a trei apeluri de oferte, cu scadenţe diferite (25 februarie, 25 martie, 29 aprilie 1999). • BCE anunţă intenţia de a adjudeca suma de 15 miliarde euro pentru fiecare din apelurile respective, precum şi pentru alte operaţiuni de

refinanţare pe termen mai lung, care vor fi efectuate în primele trei luni ale anului 1999.

21 ianuarie. Consiliul Guvernatorilor decide:

- practicarea ratelor de dobândă la facilităţile permanente la nivelul fixat la debutul fazei a treia, respectiv 4,50% pentru facilitatea de creditare marginală şi 2,00% pentru facilitatea de depozit, începând cu data de 22 ianuarie;
- ca operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate pe 27 ianuarie şi 3 februarie 1999, să fie realizate în condiţii identice cu cele ale primelor trei operaţiuni de acelaşi tip efectuate la începutul lunii ianuarie, respectiv prin apeluri de oferte la rata fixă de 3%.

4 februarie:

- Consiliul Guvernatorilor decide ca operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate pe 10 şi 17 februarie 1999, să fie realizate în condiţii identice cu cele ale primelor operaţiuni de acelaşi tip efectuate la începutul anului, respectiv prin apeluri de oferte la rata fixă de 3%;
- Ratele de dobândă la facilităţile permanente rămân fixate la nivelul de 4,50% şi 2,00%.

18 februarie:

- Consiliul Guvernatorilor decide ca operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate pe 24 februarie şi 3 martie 1999, să fie realizate în condiţii identice cu cele ale operaţiunilor realizate anterior, respectiv prin apeluri de oferte la rata fixă de 3%;
- Ratele de dobândă la facilităţile permanente rămân fixate la nivelul de 4,50% şi 2,00%.

4 martie. Consiliul Guvernatorilor decide următoarele:

- operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate pe 10 şi 17 martie, să fie realizate în condiţii identice cu cele ale operaţiunilor realizate anterior, respectiv prin apeluri de oferte la rata fixă de 3%;
- ratele de dobândă la facilităţile permanente să rămână fixate la nivelul de 4,50% şi 2,00%;
- aplicarea procedurii de adjudecare la rate multiple pentru operaţiunile de refinanţare pe termen mai lung, care vor fi decontate pe 25 martie.

18 martie:

- operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate pe 24 şi 31 martie, să fie realizate în condiţii identice cu cele ale operaţiunilor realizate anterior, respectiv prin apeluri de oferte la rata fixă de 3%;
- ratele de dobândă la facilităţile permanente să rămână fixate la nivelul de 4,50% şi 2,00%.

8 aprilie. Reducerea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, care vor fi decontate începând cu 14 aprilie. De asemenea, s-a decis scăderea cu 1 punct procentual a ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală, respectiv la nivelul de 3,50% şi cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, respectiv la nivelul de 1,50%, începând cu 9 aprilie.

22 aprilie:

- menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;
- anunţarea intenţiei de a adjudeca suma de 15 miliarde euro pentru fiecare operaţiune de refinanţare pe termen mai lung, care va fi decontată în următoarele 6 luni;

6 mai. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;

20 mai:

- menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;

2 iunie, 17 iunie, 1 iulie, 15 iulie, 29 iulie, 26 august, 9 septembrie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;

23 septembrie:

- menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;
- BCE anunţă calendarul orientativ al apelurilor de oferte pentru anul 2000;
- BCE anunţă faptul că în prima săptămână din anul 2000 nu se va efectua nici o operaţiune principală de refinanţare şi nici nu va fi scadentă.

7 octombrie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;

21 octombrie:

- menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,5%; 3,5%; 1,5%;
- BCE anunţă intenţia de a adjudeca suma de 15 miliarde euro pentru fiecare operaţiune de refinanţare pe termen mai lung, a cărei decontare va avea loc pe 28 octombrie, 25 noiembrie şi 23 decembrie.

4 noiembrie. Consiliul Guvernatorilor decide majorarea cu 0,5 puncte procentuale, respectiv la nivelul de 3,00% a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare a căror decontare va avea loc de la 10 noiembrie. De asemenea, s-a decis creşterea cu 0,5 puncte procentuale a

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

	ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală şi la facilitatea de depozit, respectiv la nivelul de 4,00% şi 2,00%, începând cu 5 noiembrie; **18 noiembrie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,00%; 4,00%; 2,00%; **2 decembrie**: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,00%; 4,00%; 2,00%; • Consiliul Guvernatorilor confirmă valoarea de referinţă pentru creşterea agregatului monetar larg M_3, şi anume o rată de creştere anuală de 4,5%; • cu privire la sistemul rezervelor minime, Consiliul Guvernatorilor decide creşterea de la 10% la 30% a deducerii din baza de calcul a rezervelor, aplicabilă titlurilor de creanţă cu scadenţă mai mică sau egală cu doi ani şi titlurilor pieţei monetare. Această decizie se va aplica pentru perioada de constituire care va începe la 24 ianuarie 2000. **15 decembrie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,00%; 4,00%; 2,00%;
2000	**4 ianuarie.** BCE anunţă că Eurosistemul va efectua, pe data de 5 ianuarie, o operaţiune de reglaj fin, care va fi decontată în aceeaşi zi; **5 ianuarie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,00%; 4,00%; 2,00%; **15 ianuarie.** Miniştrii statelor membre ale zonei euro, BCE, miniştrii şi guvernatorii băncii centrale a Danemarcei şi Greciei decid, conform unei proceduri comune, să reevalueze cu 3,5% cursul pivot al drahmei în cadrul mecanismului de schimb MCS II, începând cu data de 17 ianuarie; **20 ianuarie**: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,00%; 4,00%; 2,00%; • BCE anunţă intenţia Eurosistemului de a adjudeca suma de 20 miliarde euro pentru fiecare operaţiune de refinanţare pe termen mai lung efectuată în primul semestru al anului 2000. **3 februarie.** Majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 3,25%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 9 februarie. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 4,25% şi 2,25%), cu aplicare de la 4 februarie;

17 februarie, 2 martie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,25%; 4,25%; 2,25%;

16 martie. Majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 3,50%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 22 martie. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 4,50% şi 2,50%), cu aplicare de la 17 martie;

30 martie, 13 aprilie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,50%; 4,50%; 2,50%;

27 aprilie. Majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 3,75%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 4 mai. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 4,75% şi 2,75%), cu aplicare de la 28 aprilie;

11 mai, 25 mai. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,75 %; 4,75 % şi 2,75 %.

8 iunie:

- majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 4,25%, începând cu cele două operaţiuni (efectuate prin apeluri de oferte la rată fixă), care urmează să fie decontate la data de 15 iunie şi 21 iunie. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 5,25% şi 3,25%), cu aplicare de la 9 iunie;
- Consiliul Guvernatorilor a anunţat că, începând cu operaţiunea care trebuie să fie decontată pe 28 iunie, operaţiunile principale de refinanţare vor fi efectuate pe calea apelurilor de oferte cu rate variabile, conform procedurii de adjudecare cu rate multiple. Rata dobânzii pentru aceste operaţiuni a fost fixată la nivelul de 4,25%.

21 iunie:

- menţinerea ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit la nivelul de 5,25% şi 3,25%;
- Consiliul Guvernatorilor anunţă că, pentru fiecare operaţiune de refinanţare care va fi efectuată în cursul semestrului al doilea, Eurosistemul va adjudeca suma de 15 miliarde euro.

6 iulie, 20 iulie, 3 august. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,25 %; 5,25 % şi 3,25 %;

	31 august. Majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 4,50%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 6 septembrie. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 5,50% şi 3,50%), cu aplicare de la 1 septembrie; **14 septembrie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,50 %; 5,50 % şi 3,50 %; **5 octombrie**. Majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 4,75%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 11 octombrie. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 5,75% şi 3,75%), cu aplicare de la 6 octombrie; **19 octombrie, 2 noiembrie, 16 noiembrie, 30 noiembrie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,75 %; 5,75 % şi 3,75 %; **14 decembrie**: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,75 %; 5,75 % şi 3,75 %; • decide să confirme, din nou, valoarea de referinţă de 4,5% pentru creşterea agregatului monetar larg M_3.
2001	**1 ianuarie**. Grecia adoptă moneda euro, iar Banca Greciei devine membră a Eurosistemului; **4 ianuarie**: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,75%; 5,75%; 3,75%; • Consiliul Guvernatorilor a decis ca suma de 20 miliarde euro să fie adjudecată pentru fiecare operaţiune de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să fie efectuată în anul 2001. **18 ianuarie, 1 februarie, 15 februarie, 1 martie, 15 martie, 29 martie, 11 aprilie, 26 aprilie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,75%; 5,75%; 3,75%; **10 mai**. Scăderea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 4,50%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 15 mai. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de

	depozit (respectiv 5,50% şi 3,50%), cu aplicare de la 11 mai; **23 mai, 7 iunie, 21 iunie, 5 iulie, 19 iulie, 2 august**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,50 %, 5,50 % şi 3,50 %; **30 august**. Scăderea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 4,25%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 5 septembrie. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 5,25% şi 3,25%), cu aplicare de la 31 august; **13 septembrie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 4,25 %, 5,25 % et 3,25 %; **17 septembrie**. Scăderea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 3,75%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 19 septembrie. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 4,75% şi 2,75%), cu aplicare de la 18 septembrie; **27 septembrie, 11 octombrie, 25 octombrie**. menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,75 %, 4,75 % şi 2,75 %; **8 noiembrie**: • scăderea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 3,25%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 14 noiembrie. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii, atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 4,25% şi 2,25%) cu aplicare de la 9 noiembrie; • Consiliul Guvernatorilor a decis că, în principiu, nu va mai efectua o reevaluare a orientării politicii monetare decât cu prilejul primei reuniuni a fiecărei luni; **6 decembrie**: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,25%; 4,25%; 2,25%; • menţinerea la nivelul de 4,50% a valorii de referinţă pentru creşterea anuală a agregatului monetar larg M_3;
2002	**3 ianuarie:** • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,25%; 4,25%; 2,25%;

BCU "MIHAI EMINESCU" IAŞI

	• Consiliul Guvernatorilor a decis ca suma de 20 miliarde euro să fie adjudecată pentru fiecare operaţiune de refinanţare pe termen mai lung care urmează să fie efectuată în anul 2002; **7 februarie, 7 martie, 4 aprilie, 2 mai, 6 iunie, 4 iulie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,25%; 4,25%; 2,25%; **10 iulie**. Reducerea de la 20 miliarde euro la 15 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să fie efectuată în al doilea semestru al anului 2002; **1 august, 12 septembrie, 10 octombrie, 7 noiembrie**. Menţinerea schimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 3,25%; 4,25%; 2,25%; **5 decembrie**: • scăderea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 2,75%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 11 decembrie. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 3,75% şi 1,75%), cu aplicare de la 6 decembrie; • menţinerea valorii de referinţă pentru creşterea anuală a agregatului monetar larg la nivelul de 4,5%;
2003	**9 ianuarie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,75%; 3,75%; 1,75%; **22 ianuarie**: • perioada pentru care se calculează îndeplinirea obligaţiei de constituire a rezervelor minime obligatorii să debuteze în ziua decontării primei operaţiuni principale de refinanţare care urmează reuniunii Consiliului guvernatorilor în care a avut loc, conform ordinii de zi, evaluarea lunară a orientării politicii monetare (măsură de aplicat în cursul primului trimestru al anului 2004); • reducerea scadenţei operaţiunilor principale de refinanţare de la două săptămâni la o săptămână (măsură de aplicat în cursul primului trimestru al anului 2004); • menţinerea la nivelul de 25 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung care urmează să fie efectuată în anul 2003; **6 februarie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,75%; 3,75%; 1,75%; **6 martie**. Scăderea cu 25 puncte de bază a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 2,50%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 12 martie. De

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

	asemenea, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (de la 3,75% la 3,50% respectiv de la 1,75% la 1,50%), cu aplicare de la 7 martie; **3 aprilie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare **8 mai:** • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare (2,50%; 3,50%; 1,50%); • anunţarea rezultatelor evaluării strategiei de politică monetară; • Consiliul Guvernatorilor a confirmat definiţia dată stabilităţii preţurilor în anul 1998; • Consiliul Guvernatorilor a decis să nu mai efectueze o reexaminare anuală a valorii de referinţă pentru creşterea masei monetare; **5 iunie.** Scăderea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, respectiv la nivelul de 2,00%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 9 iunie. De asemenea, s-a decis reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (respectiv 3,00% şi 1,00%), cu aplicare de la 6 iunie; **10 iulie, 31 iulie, 4 septembrie, 2 octombrie, 6 noiembrie, 4 decembrie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare la nivelul de 2 %, 3 % şi 1 %;
2004	**8 ianuarie.** Consiliul guvernatorilor BCE a decis ca rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, rata dobânzii la facilitatea de creditare marginală şi rata dobânzii la facilitatea de depozit să rămână neschimbate, respectiv la nivelul de 2,00%; 3,00%; 1,00%; **12 ianuarie.** Majorarea de la 15 miliarde euro la 25 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să fie efectuată în anul 2004; **5 februarie, 4 martie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **10 martie:** • reducerea scadenţei operaţiunilor principale de refinanţare de la două săptămâni la o săptămână ; • perioada pentru care se calculează îndeplinirea obligaţiei de constituire a rezervelor minime obligatorii (perioada de aplicare) să debuteze în ziua decontării primei operaţiuni principale de refinanţare, care urmează reuniunii Consiliului guvernatorilor în care a avut loc, conform ordinii de zi, evaluarea lunară a orientării politicii monetare

BCU "Ion Creangă" Library

	1 aprilie, 6 mai, 3 iunie, 1 iulie, 5 august, 2 septembrie, 7 octombrie, 4 noiembrie, 2 decembrie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelul de 2,00%; 3,00%; 1,00%;
2005	**13 ianuarie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare (2,0%- rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare; 3,0%- rata dobânzii la facilitatea de creditare marginală; 1,0%- rata dobânzii la facilitatea de depozit); **14 ianuarie.** Majorarea de la 25 miliarde euro la 30 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să fie efectuată în anul 2005 (ca urmare a necesarului sporit de lichiditate al sistemului bancar din zona euro prevăzut pentru anul 2005; **7 februarie, 3 martie, 7 aprilie, 4 mai, 2 iunie, 7 iulie, 4 august, 1 septembrie, 6 octombrie, 3 noiembrie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare (2,0%- rata dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare; 3,0%- rata dobânzii la facilitatea de creditare marginală; 1,0%- rata dobânzii la facilitatea de depozit); **1 decembrie.** Majorarea ratei dobânzii minime acceptate la operaţiunile principale de refinanţare cu 0,25 puncte procentuale (de la 2,0% la 2,25%), începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 6 decembrie. De asemenea, s-a hotărât majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii atât la facilitatea de creditare marginală, cât şi la facilitatea de depozit (de la 3,0% la 3,25% respectiv de la 1% la 1,25%). **16 decembrie.** Majorarea de la 30 miliarde euro la 40 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să se deruleze în anul 2006.
2006	**12 ianuarie, 2 februarie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare la nivelurile de 2,25%; 3,25%; 1,25%; **2 martie.** Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv 2,50%; 3,50%; 1,50%; **6 aprilie, 4 mai.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **8 iunie.** Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv 2,75%; 3,75%; 1,75%, începând cu operaţiunea care urmează să fie decontată la data de 15.06. 2006 ; **6 iulie.** Menţinerea neschimbată a a ratelor de dobândă directoare; **3 august.** Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 3,0%; 4%; 2%, începând din data de 9.08.2006;

	31 august. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **5 octombrie.** Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 3,25%; 4,25%; 2,25%, începând din data de 11.09.2006; **2 noiembrie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **7 decembrie**. Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 3,50%; 4,50%; 2,50%, începând din data de 13.12.2006; **21 decembrie**. Majorarea de la 40 miliarde euro la 50 miliarde euro a sumei de adjudecare aferente fiecărei operaţiuni de refinanţare pe termen mai lung, care urmează să se deruleze în anul 2007.
2007	**11 ianuarie, 8 februarie**. Menţinerea neschimbată a a ratelor de dobândă directoare, respectiv la nivelurile de la 3,50%; 4,50%; 2,50%; **8 martie**. Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 3,75%; 4,75%; 2,75%, începând din data de 14 martie; **12 aprilie, 10 mai**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **6 iunie**. Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 4,0%; 5,0%; 3,0%, începând din data de 13 iunie; **5 iulie, 2 august, 6 septembrie, 4 octombrie, 8 noiembrie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **6 decembrie:** • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; • Consiliul Guvernatorilor a decis să furnizeze lichidităţi prin efectuarea unei operaţiuni de refinanţare suplimentară pe termen mai lung, cu scadenţă de trei luni în scopul asigurării funcţionării normale a pieţei monetare a zonei euro ; **11 decembrie**. Consiliul Guvernatorilor BCE a decis să realizeze în cooperare cu FED o acţiune constând în propunerea de finanţări exprimate în dolari americani pentru contrapartidele Eurosistemului în scopul de a reduce tensiunile pe piaţa monetară.
2008	**10 ianuarie, 7 februarie, 6 martie, 10 aprilie, 8 mai, 5 iunie**. Menţinerea neschimbată a a ratelor de dobândă directoare la nivelurile de 4,0%; 5,0%; 3,0%; **3 iulie**. Majorarea cu 25 puncte de bază a celor trei rate de dobândă directoare, respectiv la 4,25%; 5,25%; 3,25%, începând din data de 9 iulie;

7 august, 4 septembrie, 2 octombrie- menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare;

29 septembrie. Consiliul Guvernatorilor BCE a decis efectuarea unei operaţiuni excepţionale de refinanţare cu scopul de a îmbunătăţii poziţia de lichiditate a sistemului bancar din zona euro;

2 octombrie. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare;

3 octombrie. Consiliul guvernatorilor BCE a decis ca, începând cu data de 6 octombrie 2008 până la noi dispoziţii, toate instituţiile eligibile pentru a participa la operaţiunile de piaţă monetară ale Eurosistemului prin licitaţii standard şi care îndeplinesc criteriile operaţionale suplimentare sau alte criterii de selectare specificate de BCN vor fi eligibile şi pentru participarea la licitaţii rapide, respectiv la proceduri de licitaţie utilizate în mod obişnuit în cazul operaţiunilor de reglaj fin.

8 octombrie:

- reducerea cu 50 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 3,75%; 4,75%; 2,75%, începând din data de 15 octombrie;
- operaţiunile principale de refinanţare săptămânale se vor derula prin intermediul unei proceduri de licitaţie cu rată fixă şi alocare integrală la rata dobânzii aplicată operaţiunilor principale de refinanţare;
- s-a decis ca începând cu data de 9 octombrie, BCE să reducă coridorul de variaţie a facilităţilor permanente de la 200 puncte de bază la 100 puncte de bază în jurul ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare;

15 octombrie. Extinderea în continuare a cadrului de garantare şi consolidare a procesului de furnizare de lichiditate. În acest scop, Consiliul guvernatorilor BCE a decis:

- extinderea listei activelor eligibile acceptate drept garanţie pentru operaţiunile de creditare ale Eurosistemului;
- consolidarea procesului de refinanţare pe termen mai lung, măsură ce va fi aplicată în perioada 30 octombrie 2008 - 31 martie 2009;
- furnizarea de lichiditate în dolari SUA prin intermediul operaţiunilor de swap valutar;

6 noiembrie. Reducerea cu 50 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 3,25%; 3,75%; 2,75%, începând cu data de 12 noiembrie;

4 decembrie. Reducerea cu 50 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 2,50%; 3,00%; 2,00%, începând din data de 10 decembrie;

18 decembrie:

- continuarea efectuării operaţiunilor principale de refinanţare sub

	forma unor proceduri de licitaţie cu rată fixă şi alocare integrală după data de 20 ianuarie 2009, când se încheie perioada de aplicare a rezervelor minime obligatorii; • începând cu 21 ianuarie 2009, coridorul de variaţie aferent facilităţilor permanente, a cărui lăţime a fost restrânsă la 100 puncte de bază în jurul ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, va reveni la nivelul de 200 puncte de bază; **19 decembrie.** Consiliul guvernatorilor BCE a decis, în colaborare cu alte bănci centrale, în special cu FED, să continue efectuarea operaţiunilor de furnizare de lichidităţi, pe termen de 7, 28 şi 84 zile;
2009	**15 ianuarie.** Reducerea cu 50 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 2,00%; 3,00%; 1,00%, începând cu data de 21 ianuarie 2009, în concordanţă cu decizia din 18 decembrie 2008; **16 ianuarie.** BCE şi Banca Naţională a Elveţiei anunţă continuarea operaţiunilor de swap valutar pe termen de o săptămână în scopul redresării pieţei monetare în franci elveţieni; **5 februarie.** Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare; **5 martie:** • reducerea cu 50 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 1,50%; 2,50%; 0,50%, începând cu data de 11 martie 2009; • aplicarea în continuare a procedurii de licitaţie cu rată fixă şi alocare integrală pentru toate operaţiunile principale de refinanţare, operaţiunile excepţionale de refinanţare şi operaţiunile suplimentare şi periodice de refinanţare pe termen lung, atât timp cât va fi necesar şi în orice caz până după sfârşitul anului 2009; **2 aprilie.** Reducerea cu 25 puncte de bază a ratelor de dobândă directoare, respectiv la 1,25%; 2,25%; 0,25%, începând cu data de 8 aprilie 2009; **6 aprilie.** Încheierea de acorduri swap între BCE, Banca Angliei, FED, Banca Japoniei şi Banca Elveţiei; **7 mai:** • reducerea cu 25 puncte de bază a ratei dobânzii la operaţiunile principale de refinanţare, până la 1%, începând cu data de 13 mai 2009; reducerea cu până la 50 puncte de bază a ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală, până la 1,75%, începând cu data de 13 mai 2009; menţinerea neschimbată a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, respectiv la nivelul de 0,25%; • menţinerea sprijinului pentru consolidarea creditării, în special prin derularea de operaţiuni de refinanţare pe termen lung destinate furnizării de lichiditate, cu scadenţă la un an, prin intermediul unor proceduri de licitaţie cu rată fixă a dobânzii şi cu alocare integrală; Eurosistemul va cumpăra obligaţiuni garantate, în euro, emise în zona euro;

	4 iunie: • menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare la nivelurile de 1%; 1,75%; 0,25%; • decide modalităţile tehnice referitoare la cumpărarea de obligaţiuni garantate, în euro, emise în zona euro, măsură adoptată la data de 7 mai; **4 iunie**. BCE şi Banca Suediei au activat acordul swap (semnat la 20 decembrie 2007) prin care Banca Suediei poate să împrumute euro în schimbul coroanei suedeze; **2 iulie, 6 august**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare la nivelurile de 1%; 1,75%; 0,25%; **3 septembrie**. Menţinerea neschimbată a ratelor de dobândă directoare la nivelurile de 1%; 1,75%; 0,25%.

Sursa: ECB – *Annual Reports*, 1999–2008, http://www.ecb.int/pub/annual/html/index.en.html; Monthly Bulletin, september, 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200909en.pdf

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Anexa 2. Evoluţia pricipalelor caracteristici ale cadrului operaţional al politicii monetare a BNR, în perioada de după 2000

2000	- sunt introduse facilităţile permanente (prin adoptarea noului Regulament privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de BNR şi facilităţile permanente acordate de aceasta participanţilor eligibili; - operaţiunile de sterilizare dobândesc un pronunţat caracter de piaţă; un rol esenţial în absorbţia excedentului de lichiditate revine operaţiunilor reversibile cu titluri de stat (reverse repo). Maturitatea preponderentă a acestora este de 1 lună, iar licitaţiile sunt efectuate la rată variabilă a dobânzii.
2001	- creşterea importanţei operaţiunilor de open-market, iar în cadrul acestora devin predominante operaţiunile de atragere de depozite; - scadenţa maximă a acestor operaţiuni este extinsă la 3 luni.
2002	- sunt aduse modificări radicale mecanismului rezervelor minime obligatorii (prin Regulamentul nr. 6 din 24.07.2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii), printre care: includerea cooperativelor de credit în sfera instituţiilor care constituie rezerve minime obligatorii; renunţarea la nivelul minim şi maxim zilnic prevăzut; extinderea la 1 lună (de la 2 săptămâni anterior) a perioadelor de observare şi aplicare a rezervelor minime obligatorii; reintroducerea dobânzii penalizatoare pentru deficitul de rezerve minime obligatorii şi renunţarea la reportarea deficitelor de rezerve în următoarea perioadă de aplicare; introducerea ratelor diferenţiate ale rezervelor minime obligatorii; - depozitele pe termen de 3 luni deţin rolul dominant în absorbţia surplusului de lichiditate.
2003	- începând cu luna mai, scadenţa operaţiunilor de atragere de depozite este standardizată la 1 lună; - începând cu luna august, modificările ratei dobânzii de politică monetară (plafonul randamentelor acceptate la operaţiunile de atragere de depozite) sunt preanunţate şi argumentate public.
2004	- în luna iunie sunt introduse certificatele de depozit, emise pentru o scadenţă de 3 luni.
2005	- începând cu luna august, licitaţiile de depozite se derulează la rată fixă de dobândă (rata dobânzii de politică monetară).
2006	- în luna februarie, frecvenţa organizării licitaţiilor pentru atragerea de depozite este standardizată (săptămânal, în fiecare zi de luni a săptămânii).
2007	- începând cu luna iulie, scadenţa operaţiunilor de atragere de depozite este redusă de la 1 lună la 2 săptămâni; - începând cu luna august, culoarul delimitat de ratele dobânzilor aferente facilităţilor permanente este îngustat de la 1 - 14% la 2 – 12%.
2008	- începând cu luna mai: scadenţa operaţiunilor de atragere de depozite este redusă de la 2 săptămâni la 1 săptămână; amplitudinea culoarului

	delimitat de ratele dobânzilor aferente facilităţilor permanente este redusă la valoarea de ± 4 puncte procentuale în jurul ratei dobânzii de politică monetară; - octombrie: în contextul disfuncţionalităţilor înregistrate de piaţa monetară interbancară, BNR a instituit posibilitatea suspendării indicilor ROBID şi ROBOR, calculaţi pe baza cotaţiilor băncilor participante, dacă depăşesc cu peste 25% rata dobânzii la facilitatea de creditare; din luna octombrie, BNR revine, pentru prima dată în ultimii 10 ani, în poziţia de creditor al sistemului bancar astfel că rolul principal în gestionarea lichidităţii de pe piaţa monetară şi în influenţarea ratelor dobânzilor revine operaţiunilor de injecţie de lichidităţi (prin intermediul facilităţii de creditare, al operaţiunilor de swap valutar şi al operaţiunilor repo).
2009	- ianuarie: injecţii de lichiditate în sistemul bancar, în principal, prin operaţiuni repo şi prin facilitatea de creditare; - martie: injecţii de lichiditate în sistemul bancar, predominant prin operaţiuni repo; reducerea semnificativă a apelului băncilor la facilitatea de creditare; sporadic, banca centrală a efectuat operaţiuni reverse repo pentru absorbţia surplusului de lichiditate cu carcter temporar; - aprilie: creşterea ponderii operaţiunilor repo în cadrul celor de injecţie de lichidităţi; începând cu a doua parte a lunii aprilie, BNR a iniţiat operaţiuni repo (care au devenit predominante în cadrul operaţiunilor de piaţă monetară şi de injecţie de lichidităţi), derulate prin licitaţie, la o rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară), cu scadenţa de o lună şi cu alocare integrală; - 4 august: Consiliul de administraşie al BNR a decis reducerea scadenţei operaţiunile repo (principalul instrument de politică monetară) efectuate prin licitaţie, de la o lună la o săptămână.

Sursa: Antohi Dorina – *Managementul lichidităţii din sistemul bancar*, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885; BNR – *Buletin lunar* nr.6/2002; *Rapoarte anuale* 2005-2008, *Buletine lunare* ianuarie-iunie 2009; http://www.bnr.ro/Publicatii-periodice-204.aspx; http://www.bnr.ro/Comunicate-de-presa-1004.aspx

BCU IASI

BIBLIOGRAFIE

I. Cărţi

1. Aglietta, Michel – *Macroeconomie financiară*, Editura Coresi, Bucureşti, 2002;
2. Allegret Jean-Pierre, Courbis Bernard – *Monnaie et financement*, Editions Vuibert, Paris, 2000;
3. Andrei, Liviu C. – *Euro*, Editura Economică, Bucureşti, 2007;
4. Angeloni, Ignazio, Kashyap, Anil, Mojon, Benoît – *Monetary Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003;
5. Anton, Sorin, Gabriel – *Gestiunea riscurilor financiare. Abordări teoretice şi studii de caz*, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
6. Bailly, Jean-Luc ş.a., – *Economie monètaire et financière*, Editions Breal, Paris, 2000;
7. Basno, Cezar, Dardac, Nicolae, Floricel, Constantin – *Monedă, credit, bănci*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1994;
8. Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S., Posen, Adam S. – *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999;
9. Bofinger, Peter – *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, 2001;
10. Brăilean, Tiberiu – *Monetarismul în teoria şi politca economică*, Editura Institutul European, Iaşi, 1998;
11. Brezeanu, Petre, Simon, Ilie, Novac, Laura Elly – *Instituţii financiare internaţionale,* Editura Economică, Bucureşti, 2005;
12. Brociner, Andrew – *Europa monetară. SME, UEM, moneda unică*, Editura Institutul European, Iaşi, 1999;
13. Burda, Michael, Wyplosz, Charles – *Macroeconomie, Perspectiva europeană*, Editura All Beck, Bucureşti, 2002;
14. Căpraru, Bogdan – *Banca Centrală şi mediul economic. Repere teoretice, evoluţii şi analize*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
15. Cerna, Silviu – *Sistemul monetar şi politica monetară*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1996;
16. Cerna, Silviu – *Banca Centrală: Credibilitate şi independenţă*, Editura Sedona, Timişoara, 2002;
17. Cerna, Silviu ş.a., – *Economie monetară internaţională*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara, 2005;
18. Cerna, Silviu ş.a., – *Stabilitatea financiară*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara, 2008;
19. Chiriţă, Nora, Scarlat, Emil – *Politici macroeconomice*, Editura Economică, Bucureşti, 1998;

20. Chirleşan, Dan – *Metodele acţiunii bancare & gestiunea finanţelor publice, Vol. II Politicile financiar– monetare*, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2008;
21. Cocriş, Vasile, Chirleşan, Dan – *Economie bancară. Repere teoretice şi studiu monografic*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2007;
22. Cocriş, Vasile, Chirleşan, Dan – *Management bancar şi analiza de risc în activitatea bancară. Teorie şi cazuri practice*, Ediţia a II- a revizuită, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
23. Costică, Ionela, Lăzărescu, Sorin, Adrian – *Politici şi tehnici bancare*, Editura ASE, Bucureşti, 2004;
24. Constantin, Valentin (coordonator) – *Documentele de bază ale Comunităţii şi Uniunii Europene*, Ediţia a II a, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
25. Cozmâncă, Bogdan, Octavian – *Modele pentru fundamentarea politicilor monetare & valutare*, Editura Economică, Bucureşti, 2008;
26. Dardac, Nicolae, Barbu Teodora – *Monedă, Bănci şi Politici monetare*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 2005;
27. David, Jacques-Henri, Jaffré, Philippe – *La monnaie et la politique monetaire*, Editura Economica, Paris, 1990;
28. Dăianu, Daniel – *Echilibrul economic şi moneda*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1993;
29. Dăianu, Daniel, Isărescu, Mugur C. (coordonatori) – *Noii economişti despre tranziţie în România*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 2003;
30. Dănilă, Nicolae – *Euro. Bipolarizarea monetară*, Editura Economică, Bucureşti, 1999;
31. Dinu, Marin, Socol, Cristian – *Fundamentarea şi coordonarea politicilor economice în Uniunea Europeană*, Editura Economică, Bucureşti, 2006;
32. Dornbusch, Rudiger, Fischer, Stanley – *Macroeconomia*, Editura Sedona, Timişoara, 1997;
33. Dornescu, Valeriu – *Finanţarea investiţiilor*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2008;
34. Driver Rebecca, Sinclair Peter, Thoenissen Christoph – *Exchange Rates, Capital Flows and Policy*, Routledge International Studies in Money and Banking, 2005;
35. Eijffinger, Sylvester C.W., Haan, Jakob de – *European monetary and fiscal policy*, Oxford University Press, 2000;
36. Faugère, Jean-Pierre – *Moneda şi politica monetară*, Editura Institutul European, Iaşi, 2000;
37. Filip, Gheorghe, Onofrei, Mihaela – *Politici financiare*, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 2000;
38. Filip, Gheorghe – *Finanţe publice*, Editura Junimea, Iaşi, 2002;
39. Friedman, Milton – *Capitalism şi libertate*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1995;
40. Frois Gilbert, Abraham – *Economia politică*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1994;

41. Généreaux, Jacques – *Politici economice*, Editura Institutul European, Iaşi, 1997;
42. Haan, Jakob de, Eijffinger, Sylvester C.W., Waller Sandra – *The European Central Bank: credibility, transparency, and centralization*, Massachusetts Institute of Technology, 2005;
43. Hardwich, Philip, ş.a., – *Introducere în economia politică modernă*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
44. Ignat, Ion – *Uniunea Europeană – De la Piaţa Comună la moneda unică*, Editura Economică, Bucureşti, 2002;
45. Isărescu, Mugur C. – *Reflecţii economice*, Editura Expert, Bucureşti, 2001;
46. Işan, Vasile, Lupu, Olesia (coordonatori) – *Globalisation and Higher Education in Economics and Business Administration*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
47. Kiriţescu, Costin – *Moneda – mică enciclopedie*, Editura Ştiinţifică şi Enciclopedică, Bucureşti, 1982;
48. Landais, Bernard – *Leçons de politique monétaire*, Ėditions De Boeck Université, Bruxelles, 2008;
49. Manolescu, Gheorghe – *Politici economice: concepte, instrumente, experienţe*, Editura Economică, Bucuresti, 1997;
50. Mihăescu, Sorin V. – *Controlul financiar– bancar*, Ediţia a II-a revizuită, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2008;
51. Mishkin, Frederich S. – *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Boston, 2004;
52. Moşteanu, Tatiana (coordonator) – *Politici fiscale şi bugetare europene*, Editura Universitară, Bucureşti, 2006;
53. Plihon, Dominique – *La monnaie et ses mècanismes*, Editions La Découverte &Syros, Paris, 2001;
54. Pocan, Ioana, Mihaela – *Politicile monetare şi piaţa de capital din România*, Editura Economică, Bucureşti, 2000;
55. Prisacariu, Maria, Ursu, Silviu, Andrieş, Alin – *Pieţe şi instrumente financiare*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
56. Rabin, Alan A. – *Monetary Theory*, Edward Elgar Publishing, 2004;
57. Rădulescu, Eugen – *Inflaţia, marea provocare*, Editura Enciclopedică, Bucureşti, 1999;
58. Samuelson, Paul, William D., Nordhaus – *Economie politică*, Editura Teora, Bucureşti, 2000;
59. Sarno, Lucio, Taylor, Mark P. – *The economics of exchange rates*, Cambridge University Press, 2002;
60. Servigny, Arnaud, Zelenko, Ivan – *Économie financière*, Editions Dunod, Paris, 1999;
61. Soroş, George – *Noua paradigmă a pieţelor financiare: criza creditelor din 2008 şi implicaţiile ei*, Editura "Litera Internaţional", Bucureşti, 2008;
62. Stoica, Ovidiu – *Integrare financiar-monetară europeană*, Editura Junimea, Iaşi, 2003;

63. Stoica, Ovidiu (coordonator) – *Efecte ale integrării europene asupra sistemului bancar românesc*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2005;
64. Stoica, Victor, Deaconu, Petre – *Bani şi credit. Banii. Teoriile monetare. Administrarea banilor şi politica monetară*, Editura Economică, Bucureşti, 2003;
65. Ştefura, Gabriel (coordonator) – *România şi problemele integrării europene*, vol. III, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2007;
66. Taşnadi, Alexandru, Dolţu, Claudiu – *Monetarismul*, Editura Economică, Bucureşti, 1996;
67. Toma, Ramona – *Euro, moneda unică: între naţional şi internaţional*, Editura Continent, Sibiu, 2004;
68. Turliuc, Vasile – *Politici monetare*, Editura Polirom, Iaşi, 2002;
69. Turliuc, Vasile, Cocriş, Vasile, ş.a., – *Monedă şi credit*, Ediţia a III-a revăzută şi adăugită, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2009;
70. Voinea, Gheorghe – *Relaţii valutar- financiare internaţionale*, Editura Universităţii "Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2007;
71. Voinea, Gheorghe, Chirleşan, Dan (coordonatori) – *Guvernarea în noile ţări membre ale UE, reguli sau strategii*, Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza", Iaşi, 2008;
72. Zăpodeanu, Daniela – *Politici monetare*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2002;
73. Walsh, Carl E.– *Monetary Theory and Policy*, second edition, Massachusetts Institute of Technology, 2003,
74. Woodford, Michael – *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003.

II. Studii, articole şi lucrări prezentate la conferinţe

1. Altunbas, Yener ş.a., – „ Bank risk and monetary policy", *Working papers series*, nº 1075, 2009 http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1075.pdf
2. Antohi, Dorina, Udrea, Ioana, Braun, Horia – „Mecanismul de transmitere a politicii monetare în România", *Caiete de studii* nr. 13/ 2003, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6786
3. Antohi, Dorina – „Managementul lichidităţii din sistemul bancar", aprilie, 2008, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
4. Arratibel, Olga ş.a., – „Real convergence in Central and Eastern European EU member states: Which role for exchange rate volatility?", *Working Paper Series*, nº 929, 2008, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp929.pdf
5. Arnone, Marco, Laurens, Bernard J., Segalotto, Jean-François, and Sommer, Martin - Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends, *IMF Working Paper*, nº 88, 2007, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0788.pdf
6. Bart, Richard – „The Framework of Monetary Policy", 2002, http:// www.imf.org/ External/Pubs/nft/2002/macro/

7. Bernanke, Ben, Gertler, Mark – „Inside the Black Box. The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", 1995, http://www.econ.nyu.edu/cvstarr/working/1995/RR95-15.pdf
8. Bernanke, Ben S., Mishkin, Frederic S. – „Inflation targeting: a new framework for monetary policy?", *Working Paper* nº 5893, January 1997, http://www.nber.org/papers/w5893.pdf
9. Bussiere, Matthieu – „Exchange rate pass-through to trade prices – the role of non-linearities and asymmetries", *Working Paper Series*, nº 822, 2007, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp822.pdf
10. Calza, Alessandro ş.a.,– „Housing finance and monetary policy", *Working papers series*, nº 1069, July, 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1069.pdf
11. Cărare, Alina, Stone, Mark R. – „Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper* nº 9, 2003, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16239.0
12. Cecchetti, Stephan G. – „Legal Structure, Financial Structure, and The Monetary Policy Transmission Mechanism", *Working Papers* nº 7151, June, 1999, http://www.nber.org/papers/w7151.pdf?new_window=1
13. Cerna, Silviu – „Politica monetară şi criza financiară", *Revista Română de Fiscalitate*, 12 (22), 2008
14. Creel, Jérôme, Levasseur, Sandrine – „Canaux de transmission de la politique monétaire dans l'UE. Le cas de trois nouveaux entrants", *Revue économique,* Vol. 57, n° 4, 2006
15. Crowe, Christopher, Meade, Ellen E. – „Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness", *IMF Working Papers* nº 119, 2008, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08119.pdf
16. Crowe, Christopher, Meade, Ellen E. – „Central Bank Independence and Transparency: Not Just Cheap Talk", Part 1, July 2008, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1475
17. Dumitru, Ionuţ – „Politica monetară a BNR şi procesul dezinflaţionist din perspectiva integrării europene", teză de doctorat, Bucureşti, 2006;
18. Eijffinger, Sylvester C.W., De Haan, Jakob – „The Political Economy of Central Bank Independence", *Special Papers in International Economics*, nº 19, 1996, http://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf
19. Elbourne, Adam, De Haan, Jakob – „Financial Structure and Monetary Policy Transmission in Transition Countries", *Journal of Comparative Economics*, n° 34, 2006;
20. ECB – „Monthly Bulletin 10 th anniversary of the ECB", 2008, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf?
21. ECB – „The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", 3rd edition, 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_en_weben.pdf
22. ECB – „Price stability : Why is it important for you?", Edition 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

23. ECB – „The implementation of monetary policy in the euro area", 2008, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf
24. Fiore, Fiorella de, Tristani, Oreste – „Optimal monetary policy in a model of the credit channel", *Working papers series*, nº 1043, 2009, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1043.pdf
25. Gerdesmeier, Dieter ş.a., – „The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and differences", *Working papers*, nº 742, 2007, http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp742.pdf
26. Haan, Jacob de, Jensen, David Jan – „The communications policy of the European Central Bank: An overview of the first decate", *DNB Working Paper*, nº 212, June, 2009, http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20212_tcm46-219455.pdf
27. IMF – „Code of good practices on transparency in monetary and financial policies: Declaration of principles", 1999, http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf
28. IMF – „Inflation Targeting and the IMF", march, 2006, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf
29. Isărescu, Mugur C. – „Stabilitatea preţurilor şi stabilitatea financiară", 2006, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
30. Isărescu, Mugur C. – „Globalizare şi integrare europeană. Cazul României", 2007, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
31. Isărescu Mugur C. – „Rolul politicii monetare în mix-ul de politici macroeconomice", 2007, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
32. Isărescu, Mugur C. – „Probleme ale politicii monetare într-o ţară emergentă. Cazul României", 2008, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885;
33. Isărescu, Mugur C. – „Criza financiară internaţională şi provocări pentru politica monetară din România", 2009, http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
34. Issing, Otmar – „The role of money in the monetary policy strategy of the ECB", speech, 28 October 2005, http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp051028.en.html
35. Mésonnier, Jean Stephane – Le paradoxe de la crédibilité en question", *Bulletin de la Banque de France*, nº 122, 2004
36. Mishkin, Frederic – „The Channels of Monetary Transmission: Leasson for Monetary Policy", *Working Paper* 5464, 1996, http://www.nber.org/papers/W5464.pdf
37. Montagné, Fabrice – „Les indicateurs de la politique monétaire", *Revue Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques*, nº 75, Juin, 2005 http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/dpae/pdf/2005-059-75.pdf
38. Patat, Jean-Pierre – „La stabilité financière, nouvell urgence pour les banques centrales", *Bulletin de la Banque de France*, nº 84, 2000
39. Popa, Cristian – „Ţintele alternative în orientarea politicii monetare", *Caiete de studii*, nr. 9, 2000, http//www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Caiete/2000cs09.pdf

40. Popa, Cristian (coordonator) – „Ţintirea directă a inflaţiei: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României", *Caiete de studii*, nr. 10, 2002, http//www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Caiete/2002cs10.pdf
41. Roman, Angela – „Mecanisme de transmitere a politicii monetare asupra economiei reale", *Analele Ştiinţifice ale Universităţii „Al. I. Cuza"* Iaşi, Tomul L/LI , 2004/2005
42. Roman, Angela, Bilan, Irina – „Inflationist effects of budget deficit financing in contemporary economies", *Analele Stiintifice ale Universitatii „Al. I. Cuza"* Iaşi, Tomul LIV, 2007
43. Roman, Angela, Bilan Irina – „Appreciations concerning economic policies coordination in EMU", *Analele Universităţii din Oradea*, Seria Ştiinţe Economice, Tomul XVII, 2008
44. Roman, Angela – „Implicaţiile politicii monetare a BNR asupra economiei reale", în volumul Conferinţei Internaţionale cu tema *„Creşterea economică - prioritate naţională în contextul integrării în Uniunea Europeană"*, Centrul Editorial Poligrafic al Universităţii de Stat din Moldova, Chişinău, 2008
45. Roman, Angela – „The impact of financial globalization over the transmission mechanisms for the monetary policy", în volumul Conferinţei internaţionale cu tema *„Globalisation and Higher Education in Economics and Business Administration"*, coordonatori Işan Vasile, Lupu Olesea, Editura Universităţii „Al. I. Cuza", Iaşi, 2009
46. Roman, Angela – „Characteristics of the romanian banking system in the context of integration in the European Union", *Analele Universităţii „Tibiscus" din Timişoara*, Seria Ştiinţe Economice, Vol. XV/2009
47. Shimizu, Junko – „Financial crisis and the choice of currency regime in CEE Countries", *Working paper*, February 2009, Senshu University Japan, http://www.euij-tc.org/news/events_2007/20090223/shimizu.pdf
48. Steiner, Yves – „Le coût réel de l'independance de la banque centrale", Collection *«Travaux de science politique»*, nº 14, 2003
49. Voinea, Gheorghe, Roman, Angela – „Impactul cursului de schimb al monedei euro asupra relaţiilor economice internaţionale", *Revista Economică*, nr. 2, 2004, Departamentul Editorial Poligrafic ASEM, Chişinău.

III. Legislaţie

*** Legea nr. 312/2004 privind statutul Băncii Naţionale a României, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 582 din 30 iunie 2004;
*** Legea nr. 227/2007 pentru aprobarea Ordonanţei de urgenţă a Guvernului nr.99/2006 privind instituţiile de credit şi adecvarea capitalului, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 480 din 18 iulie 2007;
*** Legea nr. 270 din 7 iulie 2009 privind aprobarea Ordonanţei de urgenţă a Guvernului nr. 25/2009 pentru modificarea şi completarea Ordonanţei de urgenţă a Guvernului nr. 99/2006 privind instituţiile de credit şi adecvarea capitalului, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 483 din 13.07. 2009;

*** Regulamentul nr.1 din 2000 privind operaţiunile de piaţă monetară efectuate de Banca Naţională a României şi facilităţile de creditare şi de depozit acordate de aceasta băncilor, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 142 din 5 aprilie 2000;
*** Regulamentul nr. 6 din 24 iulie 2002 privind regimul rezervelor minime obligatorii, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 566 din 01.08. 2002;
*** Norma nr. 14 din 1 noiembrie 2007 privind modificarea şi completarea Normei nr. 4/1995 privind funcţionarea pieţei monetare interbancare, Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 751 din 6 noiembrie 2007;
*** Norma nr. 12 din 24 octombrie 2008 pentru completarea Normei nr. 4/1995 privind funcţionarea pieţei monetare interbancare, în Monitorul Oficial, al României, Partea I, nr. 727 din 28 octombrie 2008.

IV. Webografie

www.bnr.ro
www.ecb.int
www.epp.eurostat.ec.europa.eu
www.imf.org
www.bis.org

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

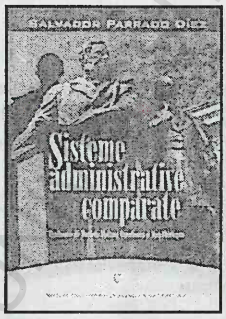
BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

FIBAS
Series

***Colecţia* FIBAS** *este o iniţiativă comună a Şcolii Academice de Studii Postuniversitare „Finanţe-Bănci-Asigurări" şi a Editurii Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi lansată în anul 2005. Obiectivul major al acestei colecţii este de a contribui la formarea noului tip de profesionist în domeniul financiar-bancar şi respectiv în domeniul administraţiei publice, care să dispună de cunoştinţe şi capacităţi sporite în sfera ştiinţelor economice şi administrative.*

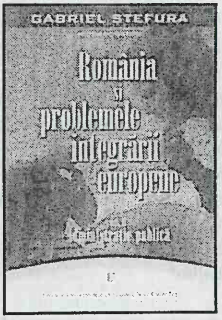
În colecţia FIBAS au apărut:

Ştefura, Gabriel,
Bugete publice şi fiscalitate
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2005
ISBN 973-703-084-2
476 pagini

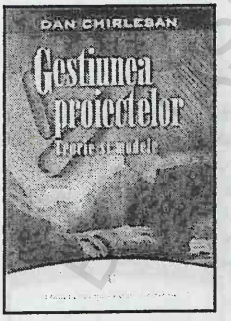


Díez, Salvador Parrado,
Sisteme administrative comparate, traducere de Corodeanu D, Chirleşan D.
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2006
ISBN 973-703-091-5
310 pagini

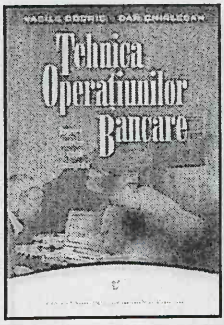
Ştefura, Gabriel (coord.),
România şi problemele integrării europene,
vol I, *Finanţe. Monedă. Bănci*
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2005
ISBN (general) 973-703-087-7
ISBN (volum I) 973-703-088-5
322 pagini



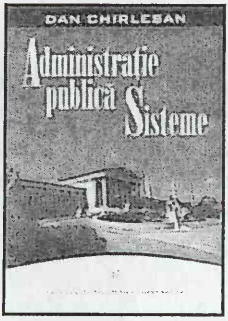
Ştefura, Gabriel (coord.),
România şi problemele integrării europene,
vol. II, *Administraţie publică*
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2006
ISBN (10) 973-703-087-7
ISBN (volum II) 973-703-089-3
ISBN(13) 978-973-703-089-4
213 pagini



Chirleşan, Dan,
Gestiunea proiectelor
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2006
ISBN (10) 973-703-169-5
ISBN(13) 978-973-703-169-3
372 pagini

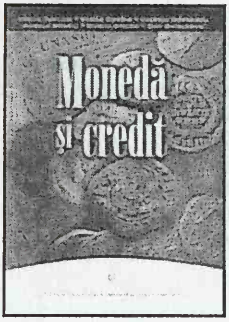


Cocriş, Vasile;
Chirleşan Dan,
Tehnica operatiunilor bancare. Repere teoretice şi studiu monografic
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2006
ISBN (10) 973-703-186-5
ISBN(13) 978-973-703-186-0
400 pagini

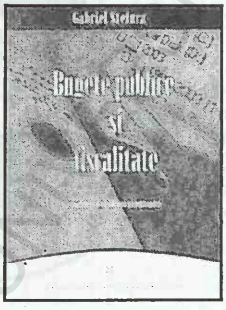


Chirleşan, Dan,
Administraţie publică. Sisteme
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2006
ISBN (10) 973-703-187-3
ISBN(13) 978-973-703-187-7
341 pagini

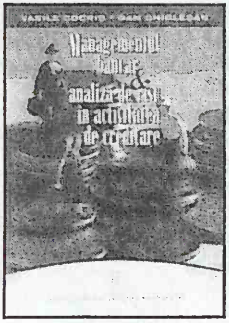
Ştefura, Gabriel (coord.),
România şi problemele integrării europene, vol. III
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN (general) 973-703-087-7
ISBN (13, volum III) 978-973-703-185-3, ISBN 973-703-185-7
315 pagini



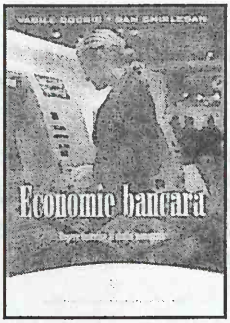
Turliuc, Vasile; Cocriş, Vasile; Stoica, Ovidiu; Boariu, Angela; Dornescu, Valeriu; Chirleşan, Dan,
Monedă şi Credit
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-219-5
356 pagini



Ştefura Gabriel,
Bugete publice şi fiscalitate
Ediţia a II-a revizuită şi adăugită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-220-1
376 pagini

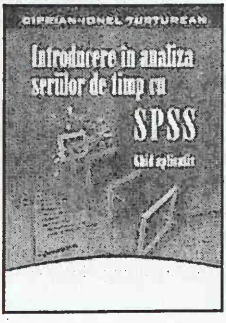


Cocriş, Vasile; Chirleşan, Dan,
Management bancar şi analiza de risc în activitatea bancară . Teorie şi cazuri practice
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-227-6
350 pagini

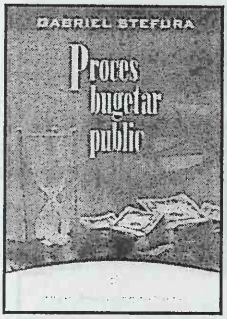


Cocriş, Vasile; Chirleşan Dan,
Economie bancară. Repere teoretice şi studiu monografic
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-267-6
440 pagini

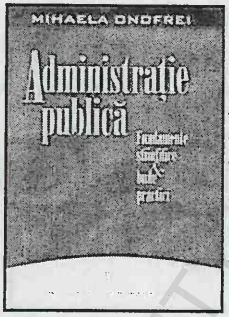
Pintilescu, Carmen,
Analiza statistică multivariată
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007,
ISBN 978-973-703-229-4
272 pagini



Ciprian Ionel, Turturean,
Introducere in analiza seriilor de timp cu SPSS - ghid aplicativ
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008,
ISBN 978-973-703-325-3
150 pagini



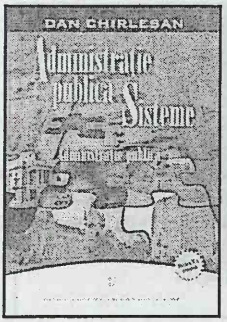
Ştefura, Gabriel A.
Proces bugetar public
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-284-3
205 pagini



Onofrei, Mihaela,
Administraţie Publică. Fundamente ştiinţifice şi bune practici
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-274-4
238 pagini

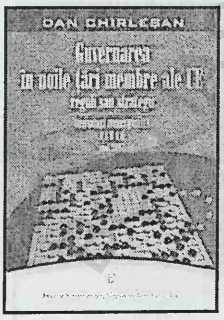
Voinea, M. Gheorghe,
Relaţii valutar-financiare internaţionale
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-257-7
286 pagini

Boariu, Angela; Zugravu, Bogdan,
Relaţii valutar-financiare internaţionale. Aplicaţii practice şi probleme
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-271-3
233 pagini



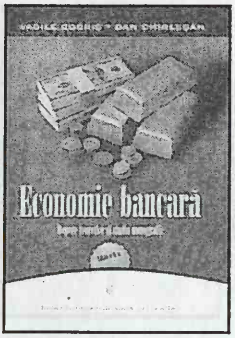
Chirleşan, Dan,
Administraţie publică.Sisteme Ediţia a II-a revizuită şi adăugită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-290-4
600 pagini

Roman, Angela; Zugravu, Bogdan,
Relaţii valutar-financiare internaţionale. Aplicaţii practice şi probleme
Ediţia a II-a revizuită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-360-4
241 pagini

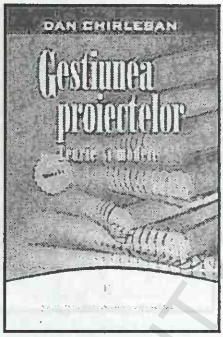


Voinea, M. Gheorghe, Chirleşan, Dan, (coordonatori.)
Guvernarea în noile ţări membre ale UE, reguli sau strategii. Conferinţa internaţională FIBAS, mai 2007
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-228-7
350 pagini

Mihăescu, Sorin V.
Controul financiar-bancar
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2007
ISBN 978-973-703-269-0
291 pagini

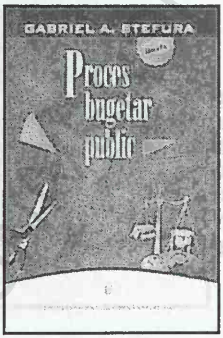


Cocriş, Vasile; Chirleşan Dan,
Economie bancară. Repere teoretice şi studiu monografic
Ediţia a II-a revizuită şi adăugită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-363-5
463 pagini



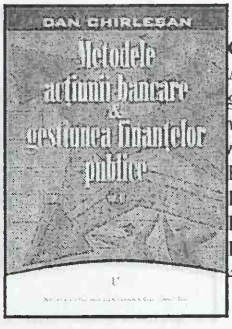
Chirleşan, Dan,
Gestiunea proiectelor
Ediţia a II-a revizuită şi adăugită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-365-9
379 pagini

Mihăescu, Sorin V.
Controul financiar-bancar
Ediţia a II-a revizuită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-361-1
292 pagini

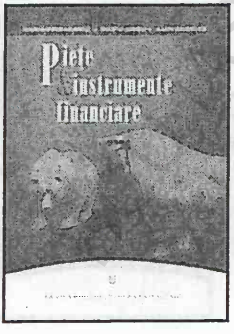


Ştefura, Gabriel A.
Proces bugetar public
Ediţia a II-a revizuită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-359-8
211 pagini

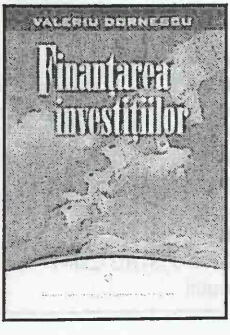
Chirleşan, Dan,
Metodele acţiunii bancare & gestiunea finanţelor publice, vol. I Suportul doctrinar
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN(general) 978-973-703-221
ISBN 978-973-703-222-5
249 pagini



Chirleşan, Dan,
Metodele acţiunii bancare & gestiunea finanţelor publice, vol. II Politicile financiar-monetare
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN(general) 978-973-703-221
ISBN 978-973-703-223-2
457 pagini

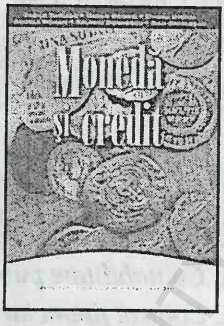


Prisacariu, Maria; Ursu, Silviu; Andrieş, Alin;
Pieţe şi instrumente financiare,
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-391-8
454 pagini

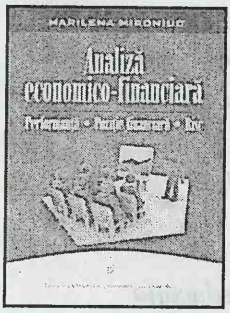


Dornescu, Valeriu,
Finanţarea investiţiilor
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2008
ISBN 978-973-703-381-9
222 pagini

Cocriş, Vasile; Chirleşan, Dan,
Management bancar şi analiza de risc în activitatea bancară . Teorie şi cazuri practice
Ediţia a II-a revizuită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-364-2
382 pagini

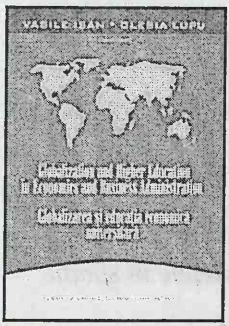


Turliuc, Vasile; Cocriş, Vasile; Stoica, Ovidiu; Roman, Angela; Dornescu, Valeriu; Chirleşan, Dan,
Monedă şi Credit,
Ediţia a II-a revizuită şi adăugită
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-366-6
382 pagini

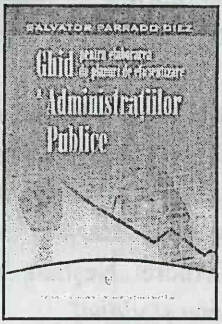


Mironiuc, Marilena,
Analiză Economico-Financiară. Performanţă - Poziţie financiară - Risc
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-416-8
250 pagini

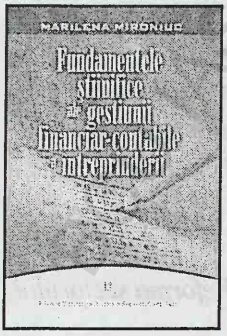
Costică, Mihai, Mioara,Borza (coord.),
Dimensiuni ale dezvoltării durabile în România,
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-413-7
474 pagini



Işan, Vasile, Lupu, Olesia (coord.),
Globalization and higher education in economics and business administration : conference : 2007
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-411-3
558 pagini



Díez, Salvador Parrado,
Ghid pentru elaborarea planurilor de eficientizare a Administraţiilor Publice
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-428-1
165 pagini



Mironiuc, Marilena,
Fundamentele ştiinţifice ale gestiunii financiar-contabile a întreprinderii
Editura Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" Iaşi, 2009
ISBN 978-973-703-455-7
242 pagini

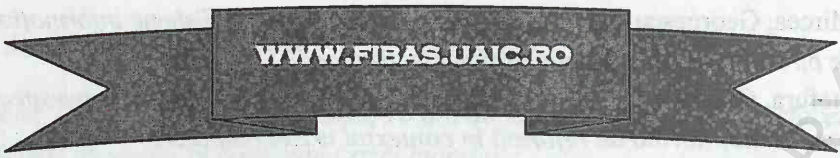
În curs de apariţie în 2009-2010:

1. Voinea, Gheorghe, Chirleşan, Dan, *10 ani de la lansarea EURO: Prefacerile şi viitorul monedei în contextul crizei mondiale*
2. Ştefura, Gabriel, Tofan, Mihaela, *Armonizare legislativă şi drept european comunitar*
3. Mihăescu, Sorin, *Audit bancar*
4. Mihăescu, Sorin, *Audit financiar*
5. Prutianu, Ştefan, *Comunicare şi negociere în afaceri*
6. Georgescu, Iulia, *Contabilitate publică*
7. Mihăescu, Sorin, *Control financiar şi audit în instituţiile publice*
8. Iaţco, Constantin, *Control financiar, expertiză şi audit în instituţiile publice*
9. Roman, Angela, Dornescu Valeriu, *Convergenţa reală şi convergenţa nominală în procesul adoptării monedei unice de către noile ţări membre ale UE*
10. Onofrei, Mihaela, Chirleşan, Dan, *Cum să-ţi protejezi firma în contextul crizei financiare*
11. Dornescu, Valeriu, *Euro şi integrarea europeană monetară*
12. Işan, Vasile, Cocriş, Vasile, Airinei, Dinu, *Globalizarea şi educaţia economică universitară*
13. Cocriş, Vasile, Spânu, Marius, *Guvernare şi guvernanţă în context regional şi global*
14. Toma, Constantin, Costel, Istrate, *Informarea financiar-contabilă în condiţii de criză: 15 ani de la implementarea noului sistem contabil în România*
15. Dornescu, Valeriu, *Investment banking*
16. Işan, Vasile, Popescu, Ada, *Istoria procesului de construcţie europeană*
17. Chirleşan, Dan, Andrei, Neştian, *Întreprinzătorul, firma şi pieţele în spaţiul naţional, european şi global*
18. Cocriş, Vasile, Chirleşan, Dan, *Management bancar*
19. Bucătaru, Dumitru, *Management financiar. Decizii financiare de firmă*
20. Airinei, Dinu, *Modernizarea sistemului informaţional in instituţiile publice*
21. Jesús, Huerta De Soto, *Monedă, credit bancar şi cicluri economice*
22. Oprea, Dumitru, Airinei, Dinu, *Parteneriatul public-privat în context global*
23. Chirleşan, Dan, *Piaţa produselor si serviciilor bancare*
24. Chirleşan, Dan, *Principii si tehnici bancare*
25. Díez, Salvador Parrado, Chirleşan, Dan, Corodeanu, Daniela, *Reforma sectorului public în ţările UE*
26. Cocriş, Vasile, Chirleşan, Dan, *Sisteme Bancare Vest-Europene*

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

27. Mircea, Georgescu, Daniela, Popescu, Diana, Genete, *Sisteme informaţionale de birou în sprijinul administraţiei electronice*
28. Ştefura, Gabriel, Lazăr, Sebastian, *Sistemele administrative din perspectivă comparată: nevoia de reformă în contextul crizei mondiale*
29. Fîrţescu, Bogdan, *Sistemul financiar al României*
30. Fîrţescu, Bogdan, *Sistemul privat de pensii – experienţă internaţională şi lecţii pentru Romania*
31. Jaba, Elisabeta, *Statistică pentru afaceri*
32. Ştefura, Gabriel (coord.), *Universitatea europeană în contextul globalizării*

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY



Şcoala Academică de Studii Postuniversitare Finanţe – Bănci – Asigurări (FIBAS) face parte din cadrul şcolilor masterale care îşi desfăşoară activitatea în cadrul Facultăţii de Economie şi Administrarea Afacerilor a Universităţii Alexandru Ioan Cuza Iaşi.

Creată în anul 2000 cu sprijinul financiar al Băncii Mondiale şi al Guvernului României prin intermediul granturilor 211 şi 235, Şcoala FIBAS oferă trei direcţii de specializare, de tip master, absolvenţilor licenţiaţi de studii superioare şi anume: ***Gestiune Financiar Bancară (GFB)***, ***Finanţe şi Administraţie Publică Europeană (FAPE)*** şi ***Gestiune Financiară şi Audit în Instituţiile Publice (GFAIP)***.

Prima specializare, **Gestiune Financiar Bancară**, pregăteşte noi funcţionari bancari cu o înaltă calificare, adresându-se în acelaşi timp şi angajaţilor existenţi din domeniul financiar-bancar, familiarizându-i pe aceştia cu noile tehnologii şi procedee utilizate în domeniul financiar-bancar.

Cea de-a doua specializare, **Finanţe şi Administraţie Publică Europeană**, pune accentul pe formarea de noi funcţionari publici, conform normelor impuse de Uniunea Europeană, precum şi pe pregătirea şi familiarizarea funcţionarilor publici existenţi cu sistemul de administraţie publică europeană.

Cea de-a treia specializare, **Gestiune Financiară şi Audit în Instituţiile Publice**, oferă posibilitatea de formare a tinerilor specialişti în domeniul auditului şi a gestiunii financiare pentru instituţiile publice. De asemenea, ea oferă auditorilor şi lucrătorilor din administraţia publică suportul teoretic şi practic pentru familiarizarea lor cu noile procedee de auditare şi gestiune a instituţiilor publice. Specializarea reprezintă un modul de învăţământ postuniversitar unicat la nivel naţional.

Şcoala FIBAS deţine o bază materială modernă, oferind facilităţi de studiu la nivel european, precum şi un corp profesoral dedicat activităţii pedagogice. De asemenea periodic, Şcoala organizează conferinţe pe teme economico-financiare de actualitate, la care sunt invitaţi şi profesori de renume internaţional (atât din ţările Uniunii Europene, cât şi din America de Sud, Australia sau Statele Unite ale Americii).

Contact:
Secretariatul Scolii FIBAS
B-dul Carol I, nr. 11, 700505 – Iaşi (România)
corp C, etaj 4, sala C 602
Tel.: 0232.201820, fax: 0232.201660,
Orange: 0741.377861, Vodafone:0723.365024
www.fibas.uaic.ro,
e-mail: fibas@uaic.ro

BCU IAŞI - THE UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

19.82

ANGELA ROMAN

Politici monetare

Deşi este un concept relativ nou, politica monetară a cunoscut şi cunoaşte transformări semnificative, marcate de procesul de globalizare financiară. Astfel, pe parcursul lucrării s-a încercat şi evidenţierea mutaţiilor produse în planul obiectivelor urmărite, al instrumentelor utilizate şi al căilor de transmisie spre economia reală. Crizele financiare internaţionale manifestate în ultimii ani, inclusiv actuala criză economică globală, evidenţiază rolul semnificativ al politicii monetare în corectarea dezechilibrelor macroeconomice şi, totodată, ridică noi probleme în materie de politici monetare.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY